



UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA – UFSC
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS – CCJ
CURSO DE GRADUAÇÃO EM DIREITO

Bruno Neves de Castro

Governança Corporativa e os Instrumentos para sua Efetividade

Florianópolis
2009

BRUNO NEVES DE CASTRO

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E OS INSTRUMENTOS
PARA SUA EFETIVIDADE**

Monografia apresentada ao Curso de Graduação em
Direito da Universidade Federal de Santa Catarina
como requisito para a obtenção do título de Bacharel
em Direito.

Orientador: Prof. Humberto Pereira Vecchio

Florianópolis
2009



Universidade Federal de Santa Catarina
Centro de Ciências Jurídicas
Colegiado do Curso de Graduação em Direito

TERMO DE APROVAÇÃO

A presente monografia, intitulada Governança Corporativa e os instrumentos para sua efetividade, elaborada pelo acadêmico Bruno Neves de Castro e aprovada pela Banca Examinadora composta pelos membros abaixo assinados, obteve aprovação com nota 10,0 (Dez), sendo julgada adequada para o cumprimento do requisito legal previsto no art. 9º da Portaria nº 1886/94/MEC, regulamentado pela Universidade Federal de Santa Catarina, através da Resolução n. 003/95/CEPE.

Florianópolis, 13/02/2009.

Humberto Pereira Vecchio
(nome do orientador)

Luis Carlos Cancellier de Olivo
(nome de um membro titular)

Rodrigo Otávio Cruz e Silva
(nome do outro membro titular)

AGRADECIMENTOS

Agradeço a todos da minha família, especialmente ao meu irmão Gabriel Neves de Castro e ao meu nobre amigo Caio Pompeo Correa.

Eternamente Grato.

CASTRO, Bruno Neves de. **Governança Corporativa e os Instrumentos para sua Efetividade**. 2009. Monografia (Graduação em Direito) Curso de Graduação em Direito, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2009.

RESUMO

Submetendo-se à Universidade Federal de Santa Catarina, a presente monografia tem por objeto a Governança Corporativa. Diante do cenário econômico instável, busca-se analisar instrumentos para que a Governança Corporativa possa aumentar o valor da empresa, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade. A efetivação desses objetivos deve resultar a aplicação dos princípios da transparência, do tratamento equânime, da responsabilidade corporativa e da prestação de contas, que estão instrumentalizados em normas previstas nas leis, na regulação da Comissão de Valores Mobiliários e na auto-regulação da BOVESPA, além do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Por fim, demonstram-se as perspectivas para a Governança Corporativa, demarcando qual o modelo adotado no Brasil.

Palavras-chave: Governança Corporativa, Sociedades Anônimas, Mercado de Capitais, Conselho de Administração, Diretoria, Conselho Fiscal, Teoria da Agência.

SUMÁRIO

CAPÍTULO 1 - A GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	8
1.1 O CONCEITO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	8
1.1.1 Governança Corporativa como conjunto de direitos e de sistemas de relações	11
1.1.2 Governança Corporativa como Sistema de Governo e Estruturas de Poder	12
1.1.3 Governança Corporativa como valores e padrões de comportamento	13
1.1.4 Governança Corporativa como sistemas normativos	14
1.2 PRINCIPAIS MODELOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	16
1.2.1 A Governança Corporativa nos Estados Unidos	17
1.2.2 A Governança Corporativa no Reino Unido	20
1.2.3 A Governança Corporativa na Alemanha	22
1.2.4 Governança Corporativa no Japão	24
1.2.5 Governança Corporativa na França	26
CAPÍTULO 2 – GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL E SUA ESTRUTURA ...	29
2.1 CENÁRIO EMPRESARIAL BRASILEIRO	29
2.2 EVOLUÇÃO HISTÓRICA.....	30
2.3 ÓRGÃOS E GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	34
2.3.1 Assembléia Geral	35
2.3.2 Conselho de Administração	35
2.3.3 Comitês Vinculados aos Órgãos.....	37
2.3.4 Diretoria	40
2.3.5 Conselho Fiscal	41
2.3.6 Auditoria Independente	44
CAPÍTULO 3 – GOVERNANÇA CORPORATIVA E SISTEMAS NORMATIVOS	46
3.1 CLASSIFICAÇÃO DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS	46
3.2 A GOVERNANÇA CORPORATIVA NA LEI DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS, ALTERADA PELA LEI 10303/01	49
3.3 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS	51
3.4. COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO	53
3.4.1 O Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.....	55
3.4.2 Exigências para participação no Níveis Diferenciados de Governança	57
3.4.3 Exigências para participação no Novo Mercado	58
3.5 O NOVO MERCADO ATUALMENTE	60
3.6 PERSPECTIVAS PARA A GOVERNANÇA CORPORATIVA	60
CONCLUSÃO.....	64
REFERÊNCIAS	66

INTRODUÇÃO

A crise financeira internacional evidenciou a necessidade de aumentar a vigilância sobre o mercado de capitais.

Analistas, investidores e reguladores voltam-se para a Governança Corporativa com o objetivo de discutir mecanismos e buscar alternativas confiáveis em tempos de crise.

Governança Corporativa, na teoria econômica tradicional, surge para procurar superar o chamado “conflito de agência”, decorrente da separação entre a propriedade e a gestão empresarial. O titular da propriedade, “principal”, delega ao agente o poder das decisões sobre essa propriedade.

Como os interesses de quem administra uma companhia nem sempre estão alinhados com os dos titulares das ações, a Governança Corporativa trata de se preocupar em criar mecanismos eficientes (sistema de monitoramento e incentivos) para assegurar que as decisões dos proprietários (acionistas e quotistas) estejam em sintonia com as decisões dos administradores.

As principais ferramentas que asseguram o controle da propriedade sobre a gestão são o Conselho de Administração, a Auditoria Independente e o Conselho Fiscal. Portanto, é necessário que o Conselho de Administração, representante dos proprietários do capital (acionistas ou cotistas), exerça seu papel na organização, que consiste em estabelecer estratégias para a empresa, eleger a diretoria, fiscalizar e escolher a auditoria independente.¹

A empresa que opta pelas boas práticas de Governança Corporativa adota como linhas mestras transparência, prestação de contas, equidade e responsabilidade corporativa. Entretanto, mesmo empresas que procuram efetivar esses princípios têm falhado ultimamente, seja por abuso de poder (do acionista controlador, sobre minoritários; da diretoria, sobre o acionista e dos administradores, sobre terceiros), seja por erros estratégicos (decorrentes de muito poder concentrado em uma só pessoa, normalmente, o executivo principal) ou por fraudes (uso de informação privilegiada em benefício próprio).

A criação pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) dos Níveis 1 e 2 de Governança e do Novo Mercado, intensifica a busca por transparência, assim como os dispositivos de auto-regulamentação, contidos no Código de Melhores Práticas do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.

¹ PERIN JÚNIOR, Ecio. A Lei n. 10303/2001 e a Proteção do Acionista Minoritário. São Paulo: Saraiva, 2004. 62-63 p.

Além da auto-regulamentação, essas condutas estão incorporadas na Legislação Societária Brasileira, na Lei n. 10303/01, reforma da Lei n. 6404/76.

Sendo assim, a Governança Corporativa possui importância na busca dos princípios em voga, no cenário econômico atual, como por exemplo: transparência, prestação de contas, responsabilidade corporativa e equidade.

A importância da Governança Corporativa e seus instrumentos serão demonstrados, quer por sua conceituação, quer por seu histórico e características visualizadas em seus modelos anglo-saxão ou nipo-germânico, quer pela análise do momento atual e perspectivas da Governança Corporativa no cenário nacional. O presente trabalho propõe-se a utilizar o método dedutivo, através da pesquisa bibliográfica.

No primeiro capítulo, a preocupação central será a de conceituar o termo Governança Corporativa, tanto por uma abordagem sob a ótica de diversos autores, quanto por uma abordagem sob conceitos, entre eles, destacam-se: Governança Corporativa analisado como um conjunto de direitos e de sistemas de relações, um sistema de governo e estrutura de poder, como valores e padrões de comportamento e como sistemas normativos.

Além da conceituação, o primeiro capítulo analisará a evolução global dos dispositivos de Governança Corporativa. Desde suas origens no modelo anglo-saxão até a análise do modelo nipo-germânico.

A análise global do tema destacará a Governança Corporativa nos Estados Unidos, Reino Unido, Alemanha, Japão e França, abordando pontos específicos e, em comum, de cada um deles.

O segundo capítulo será dedicado ao estudo dos órgãos da sociedade anônima, disciplinados pela Lei; quais sejam: a assembleia geral, o conselho de administração, a diretoria e o conselho fiscal e à análise de organismos e comitês que podem ser livremente estruturados para uma operacionalização dos conceitos da Governança Corporativa.

A evolução histórica e a realidade das empresas e do mercado de capitais aberto estarão presentes, através do cenário empresarial brasileiro.

O terceiro capítulo, por fim, terá como objetivo demonstrar a relação entre o mercado acionário nacional e a Governança Corporativa. Essa relação será demonstrada através do estudo acerca dos fundamentos, características e exigências do Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa praticados pela BOVESPA.

E, ao final serão abordadas as perspectivas da Governança Corporativa após a crise internacional.

Essa estrutura visa analisar se além das inovações estritamente legislativas, são necessários esforços reguladores paralelos para a efetivação da Governança Corporativa. O presente trabalho visa analisar também se a Bolsa de Valores de São Paulo e a Comissão de Valores Mobiliários podem ser vistos como importantes fomentadores da Governança Corporativa no mercado de capitais brasileiro.

CAPÍTULO 1 - A GOVERNANÇA CORPORATIVA

O presente capítulo irá conceituar, através de diversos autores e enfoques, o tema Governança Corporativa. Além da conceituação, o primeiro capítulo irá caracterizar a Governança Corporativa no mundo, com especial destaque para os modelos anglo-saxão e nipo-germânico.

1.1 O CONCEITO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

A conceituação do termo Governança Corporativa encontra-se em evolução constante, diversos enfoques com naturezas distintas acabam repousando na relação da empresa com os agentes envolvidos no processo, sejam eles, os acionistas minoritários, os administradores, os controladores ou demais interessados.

Vale ressaltar, conforme especifica Aline de Menezes Santos, conforme artigo de NASSAU RIBEIRO, que todo conceito de Governança Corporativa possui, por matéria de fundo, a empresa e a defesa de seus interesses:

[...] a forma panfletária e oportunista como a Governança Corporativa vem sendo tratada empobrece ridiculamente as discussões e faz com que o assunto tenha sido muito mal compreendido.

Uma destas distorções é a que identifica a Governança como um instrumento de conveniência e defesa de acionistas minoritários, em contraposição aos majoritários. [...] A verdadeira posição da Governança Corporativa é a favor da empresa, como um todo, sem distinção ou favorecimento a grupos minoritários ou majoritários.²

Já, LAMEIRA, conceitua Governança Corporativa sob uma abordagem dos acionistas e da importância para os credores em uma sociedade:

O conjunto de mecanismos econômicos e legais que são alterados por processos políticos, objetivando melhorar a proteção dos direitos dos acionistas e credores (investidores de uma forma geral) em uma sociedade.³

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa traça, em seu Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, um conceito que visa a aumentar o valor da sociedade através dos relacionamentos dos envolvidos no processo:

² RIBEIRO, Milton Nassau. Aspectos jurídicos da Governança Corporativa. São Paulo: Quartier Latin, 2007. 25 p.

³ LAMEIRA, Valdir. Governança Corporativa. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2001. 2 p.

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de Governança Corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.⁴

SIMÕES, ao traçar um conceito de Governança Corporativa sob um enfoque jurídico aponta:

“Não existe ainda uma noção jurídica do termo Governança Corporativa, que designa, em geral, uma tendência, ainda em plena evolução nos mercados de capitais, de melhorar as relações entre os agentes de poupança pública, que circula nesses mercados, e os detentores do poder nas empresas para onde é canalizada essa poupança.

A evolução desta tendência, entretanto, tem ocorrido de forma acelerada e cada vez mais abrangente em face do fenômeno da globalização, alterando paradigmas, criando novos comportamentos e exigências por parte dos agentes, provocando o surgimento de novos mecanismos e instrumentos de mercado, influenciando alterações legislativas, suscitando debates acadêmicos no campo das várias ciências sociais, transformando-se, enfim, talvez em um dos primeiros fenômenos socioeconômicos efetivamente característicos do mundo globalizado.”⁵

Já, ao analisar as considerações traçadas pela Organization for Economic Cooperation and Development (OECD), a respeito da função da Governança Corporativa, pode-se observar a preocupação com aqueles envolvidos indiretamente no processo como, por exemplo, a comunidade:

É um sistema de normas de estruturação da sociedade anônima, visando o aprimoramento das relações entre os diversos segmentos envolvidos na atividade empresarial de forma a garantir-lhes tratamento equânime, informação plena, impondo aos controladores e aos administradores a responsabilidade pelos resultados, tanto em relação aos minoritários, quanto aos demais envolvidos direta ou indiretamente na dinâmica empresarial, inclusive à comunidade.⁶

O autor NASSAU RIBEIRO comenta que Governança Corporativa, como um sistema de gestão, utiliza-se de instrumentos para alcançar transparência, responsabilidade corporativa, equidade e uma gestão proba:

Qualquer que seja a conceituação, a Governança Corporativa está relacionada à idéia de gestão proba, transparente, e ao respeito de diversos interessados na Companhia, inclusive os acionistas minoritários. Embora se relacione com algumas ferramentas gerenciais e com a responsabilidade social da empresa, com estas, não se confunde.

⁴ IBGC, Código de Melhores Práticas. 3ed, 2004. p 7.

⁵ SIMÕES, Paulo César Gonçalves. Governança Corporativa e o exercício do voto nas S.A. Rio de Janeiro: Lúmen Juris, 2003. 1 p.

⁶ OECD Princípios do Governo das Empresas. 2004. Disponível em:
< <http://browse.oecdbookshop.org/oecd/pdfs/browseit/260402UE.PDF> >. Acesso em: 17 de jul. de 2008.

Assim, a Governança Corporativa é um sistema de gestão que privilegia o uso de instrumentos (lei, regulamentos e práticas comerciais), visando a compatibilizar os diversos interesses daqueles que se relacionam com a Companhia, ou seja, controladores, administradores, auditores externos, minoritários, conselhos fiscais e *stakeholders*.⁷

Stakeholders são as entidades ou indivíduos que possuam risco, direto ou indireto, em razão das atividades da sociedade. São elas, além dos acionistas, os empregados, clientes, fornecedores, credores, governos entre outros. Assim, NASSAU RIBEIRO interpreta o termo em Inglês:

Esse termo, ainda sem tradução para o português, é utilizado para designar os demais interessados nas atividades da companhia, como empregados, fornecedores, clientes, comunidade e até mesmo cidadãos e governo. Stake quer dizer risco no jargão do mercado financeiro. Stakeholder refere-se àqueles que possuem risco associado ao desempenho da empresa ao qual se relacionam⁸.

Logo, um modelo de Governança Corporativa que considere todos os interesses relacionados com a empresa, e não apenas o objetivo dos acionistas em auferir lucros caracteriza-se como regime *stakeholder* de Governança Corporativa.

Em contraposição ao modelo que considere o interesse de todos os interessados, há o regime *shareholder*, baseado no sistema anglo-saxão, voltado, primordialmente para os interesses dos acionistas.

FERREIRA DE MACEDO, ao comentar o regime *stakeholder*, destaca que os sócios da empresa não são os únicos que têm sua riqueza posta em mãos de seus controladores e administradores e que, portanto, não são os únicos interessados na estrutura empresarial societária.⁹

Entretanto, continua FERREIRA DE MACEDO, se os sócios da empresa são os últimos a ter atendidos seus interesses sobre os resultados da atividade, uma vez direcionado o aparato jurídico-societário à preservação desses interesses, os interesses dos trabalhadores, credores e fornecedores têm sua remuneração fixada anteriormente à obtenção de qualquer remuneração pelos “proprietários” da empresa, senão, vejamos:

Assim, um direito societário orientado à maximização de todos os interesses dos sócios parece, por silogismo, ser um direito societário orientado à maximização de todos os interesses que se colocam em torno da empresa¹⁰.

⁷ RIBEIRO, Milton Nassau. Aspectos jurídicos da Governança Corporativa. São Paulo: Quartier Latin, 2007. 23-24 p.

⁸ RIBEIRO, Op. Cit., 24 p.

⁹ MACEDO, Ricardo Ferreira de. Controle não societário. Rio de Janeiro: Renovar, 2004. 22 p.

¹⁰ *idem*

Ao conceituar Governança Corporativa, não há uma definição clara e específica que limite o tema, entretanto, conforme assevera BETTARELLO, pode-se agrupar o conceito de Governança Corporativa de quatro formas distintas: a Governança Corporativa como conjunto de direitos e de sistemas de relações, como sistema de governo e estrutura de poder, como valores, e, por último, como padrões de comportamento¹¹,

Dessa forma, utilizando-se dos mesmos títulos de BETTARELLO, serão analisados cada conceito separadamente.

1.1.1 Governança Corporativa como conjunto de direitos e de sistemas de relações

Esse agrupamento de conceituação ganha força nos casos em que a parte acionária é dispersa e ocorre a ruptura entre aqueles que controlam a empresa e os verdadeiros proprietários.

A análise dessa ruptura entre Propriedade e Controle nas Empresas, conforme assegura Rodrigo Takashi Okimura, em sua dissertação: *Estrutura de Propriedade, Governança Corporativa, Valor e Desempenho das Empresas no Brasil*, inicia com Adam Smith, em 1776, na obra “*The Wealth of Nations*”, demonstrando a “negligência e esbanjamento” dos administradores quando trabalham com o capital alheio.

BERLE e MEANS *apud* OKIMURA, em 1932, com a publicação de “*The Modern Corporation and Private Property*” trouxeram para debate a separação entre propriedade e controle, e assim criaram raízes para analisar o tema: Governança Corporativa sob o enfoque do conjunto de direitos e de sistemas de relações.

“The separation of ownership from control produces a condition where the interests of owner and of ultimate manager may, and often do, diverge, and where many of the checks which formerly operated to limit the use of power disappear. In creating these new relationships, the quasi-public corporation may fairly be said to work a revolution. It...has divided ownership into nominal ownership and the power formerly joined to it. Thereby the corporation has changed the nature of profit-seeking enterprise.”¹²

¹¹ BETTARELLO, Flávio Campestrin. *Governança Corporativa: Fundamentos Jurídicos e Regulação*. São Paulo: QUARTIER LATIN, 2008. p.19.

¹² OKIMURA OKIMURA, Rodrigo T. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. São Paulo: FEA/USP, 2003, *Tradução livre conforme OKIMURA: A separação entre propriedade e controle cria uma situação em que os interesses do proprietário e do administrador podem e geralmente, contrapõem-se, e dessa forma os mecanismos que existem para limitar o abuso de poder desaparecem...Com a criação dessa nova relação, pode-se dizer que a empresa aberta passa por uma revolução...a separação da propriedade em propriedade formal e o poder associado a ela. Dessa forma, o objetivo corporativo de maximização de lucros é alterado.*

CARVALHO, ao conceituar a Governança Corporativa destaca a necessidade de mecanismos que protejam o acionista perante os administradores:

Muito da literatura sobre Governança Corporativa baseia-se no princípio de que as empresas pertencem aos acionistas e que, portanto, a sua administração deve ser feita em benefício deles. [...] Dentro desse paradigma, boa governança empresarial significaria a adoção de mecanismos que forçassem os administradores (não acionistas) a proteger os interesses dos acionistas.¹³

Dessa forma, na análise da Governança Corporativa através do conjunto de sistemas de relações e direitos, fica evidente a necessidade de regular os interesses de acionistas majoritários e minoritários perante os administradores da organização.

1.1.2 Governança Corporativa como Sistema de Governo e Estruturas de Poder

O segundo agrupamento conceitual relaciona-se com as estruturas do poder e com a forma em que as empresas são governadas, possui como principal bibliografia Cadbury Report, de 1992.

O Cadbury Report surgiu como um Código das melhores práticas de Governança Corporativa, encomendado pela Bolsa de Valores de Londres (London Stock Exchange) que a definiu da seguinte forma: “Corporate governance is the system by which companies are directed and controlled”¹⁴, isto é, Governança Corporativa é o sistema no qual as Companhias são dirigidas e controladas. (tradução livre).

Dessa forma, diferentemente de uma estrutura que representa o conjunto de direitos e o sistema de relações, o tema é aqui enfrentado sob o enfoque do controle, conforme SIFFERT FILHO apud BETTARELLO:

[...] os mecanismos de Governança relacionam-se com os sistemas de controle e monitoramento estabelecidos pelos controladores de determinada Companhia, de tal forma que os administradores tomem suas decisões de alocação de recursos, segundo os interesses dos proprietários.¹⁵

¹³ Governança Corporativa no Brasil em perspectiva. Revista de Administração, v. 37, n. 3, jul-set. 2002.

¹⁴ CADBURY COMMITTEE. Report of the committee on the financial aspects of corporate governance. Londres: The Committee Report on the Financial Aspects of Corporate Governance / Gee, 1992, p. 15.

¹⁵ BETTARELLO, op. cit. 22 p.

Portanto diferentemente da concepção de Governança Corporativa como conjunto de direitos e de sistemas de relações, a Governança Corporativa como sistema de governo e estrutura de poder não considera as relações entre as partes relevantes, mas sim como a estrutura de poder pode definir o papel dos acionistas, do conselho de administração e da direção, além da definição dos processos decisórios e o planejamento de sucessão.

Assim a Governança Corporativa estaria intimamente ligada às forças internas de controle das Companhias.

1.1.3 Governança Corporativa como valores e padrões de comportamento

Um conjunto de conceitos mais abstratos remete aos princípios da Governança Corporativa, em que toda administração transparente, vincula-se por uma ética apurada à gestão dos negócios.

São os princípios básicos da Governança Corporativa: Transparência (disclosure), Prestação de contas (accountability), Responsabilidade Corporativa (compliance), Equidade (fairness).

Esses padrões de comportamento e valores são assim tratados pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa no Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa:¹⁶

- **TRANSPARÊNCIA:** Mais do que "a obrigação de informar", a Administração deve cultivar o "desejo de informar", sabendo que da boa comunicação interna e externa, particularmente, quando espontânea, franca e rápida, resulta um clima de confiança, tanto internamente, quanto nas relações da empresa com terceiros. A comunicação não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, mas deve contemplar também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação empresarial e que conduzem à criação de valor.
- **PRESTAÇÃO DE CONTAS:** Os agentes da Governança Corporativa devem prestar contas de sua atuação a quem os elegeu e responderem integralmente por todos os atos que praticarem no exercício de seus mandatos.
- **RESPONSABILIDADE CORPORATIVA:** Conselheiros e Executivos devem zelar pela perenidade das organizações (visão de longo prazo, sustentabilidade) e, portanto, devem incorporar considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações. Responsabilidade Corporativa é uma visão

¹⁶ IBGC, op. cit. 9-10 p.

mais ampla da estratégia empresarial, contemplando todos os relacionamentos com a comunidade em que a sociedade atua. O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) interpreta a responsabilidade corporativa através da "função social" da empresa. Essa "função social" deve incluir a criação de riquezas e de oportunidades de emprego, qualificação e diversidade da força de trabalho, estímulo ao desenvolvimento científico por intermédio de tecnologia, e melhoria da qualidade de vida por meio de ações educativas, culturais, assistenciais e de defesa do meio ambiente. Inclui-se neste princípio, a contratação preferencial de recursos (trabalho e insumos) oferecidos pela própria comunidade¹⁷.

- **EQÜIDADE:** Caracteriza-se pelo tratamento justo e igualitário de todos os grupos minoritários, sejam acionistas ou demais "partes interessadas" (*stakeholders*), como colaboradores, clientes, fornecedores ou credores. Atitudes ou políticas discriminatórias, sob qualquer pretexto, são totalmente inaceitáveis.

Por conseguinte, conceituar Governança Corporativa como padrões de comportamento e valores, refere-se ao senso de justiça, à transparência das informações, à prestação responsável de contas, seguindo as melhores práticas contábeis e de auditoria e pela conformidade no cumprimento de normas reguladoras, expressas nos Estatutos Sociais, nos Regimentos Internos e nas Instituições Legais do país.

1.1.4 Governança Corporativa como sistemas normativos

Finalmente, identifica-se o conceito de Governança Corporativa com o de sistemas normativos. Esse conceito considera que Governança Corporativa trata do conjunto de leis e regulamento que buscam (i) assegurar os direitos dos acionistas, (ii) garantir a difusão de informações, (iii) regular a interação dos acionistas, dos conselhos de administração e dos gestores das empresas.¹⁸

Estes sistemas normativos referem-se a forças internas de controle e externas de controle. Consideram-se forças internas de controle como os mecanismos normativos definidos em estatutos legais, termos contratuais e estruturas organizacionais, já as forças externas de controle são as leis e regulamentos emanados dos órgãos competentes.

¹⁷ IBGC Código Melhores Práticas de Governança Corporativa. p. 10

¹⁸ BETTARELLO, op. cit. 30 p.

Devemos considerar, também, as situações em que as corporações voluntariamente submetem-se a uma regulação externa vinculante.

Ressalta-se que, conforme assevera NASSAU RIBEIRO, a prática de Governança Corporativa vem sendo exigida por Fundos de Pensão, Fundos de Investimento, Companhias de Seguro entre outros, esse fator favorece a conceituação sob um enfoque de leis e regras claras e rígidas.

Esse papel ganhou principal destaque, após escândalos de empresas americanas manipularem seus balanços e apresentarem lucros irreais.

Na Lei 6.404/76, estão presentes fundamentos jurídicos e marcos interpretativos para a prática da Governança Corporativa, destacando-se: os deveres do acionista controlador, previstos no artigo 116:

O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a Companhia realizar o seu objeto e cumprir a sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

Outras fontes de regulação encontram-se na Lei das Sociedades Anônimas, alterada pela Lei n. 10.303 de 31 de outubro de 2001. BETTARELLO, afirma que o cerne da revisão legal foi a proteção dos pequenos e médios investidores, através de uma tutela legal apropriada aos seus interesses.

A identidade entre Governança Corporativa e sistemas normativos, por conseguinte, representa a positivação legal ou contratual dos diversos outros significados que a expressão Governança Corporativa assume.

No decorrer do trabalho serão analisados os sistemas normativos que positivaram a Governança Corporativa no Brasil, entre eles a Lei das Sociedades Anônimas de 1976 e sua reforma de 2001 e o NOVO MERCADO da BOVESPA.

Logo, ficam evidentes os diversos pontos de vista envolvidos com a Governança Corporativa, esse tema pode ser empregado para exprimir diferentes visões conceituais. Foram apresentados quatro agrupamentos conceituais em que o sentido da Governança Corporativa pode ser enquadrado.

Na seqüência, serão listados os principais modelos de Governança Corporativa, identificando seus principais traços distintivos.

1.2 PRINCIPAIS MODELOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

De acordo com SILVA, os modelos de Governança Corporativa variam de país para país. Mas, dois modelos se destacam em qualquer análise, são eles: o modelo anglo-saxão, predominante, principalmente, nos Estados Unidos e no Reino Unido e o modelo nipo-germânico, predominante no Japão, na Alemanha e na maioria dos países da Europa Continental.¹⁹

LERIC LETHBRIDGE descreve o modelo anglo-saxão da seguinte forma:

No modelo anglo-saxão, as participações acionárias são relativamente pulverizadas (nos Estados Unidos, os cinco maiores investidores detêm, em média, menos de 10% do capital de uma empresa) [Economist (10.02.96)], e Bolsas de Valores desenvolvidas garantem a liquidez dessas participações, diminuindo o risco dos acionistas: dadas as condições anteriores, não há necessidade de um monitoramento direto. O mercado, através da variação no preço das ações, sinaliza a aprovação ou não em relação às administrações por parte dos investidores. O sistema exige um nível elevado de transparência e uma divulgação periódica de informações, impondo controles rígidos sobre o uso de informações privilegiadas.²⁰

Compreende-se então que o modelo anglo-saxão é adotado em países em que a propriedade é pulverizada e, conforme SILVA, possui como característica uma grande liquidez das ações nas Bolsas de Valores, o que diminui o risco dos acionistas.

Os acionistas desempenham papel fundamental nesse modelo, pois gerar valor para esse grupo é o principal objetivo do modelo anglo-saxão.²¹

Já, no modelo nipo-germânico, os mercados de capitais são menos líquidos e desenvolvidos, e os investidores institucionais não possuem um papel tão ativo quanto no modelo anglo-saxão. Os conflitos principais acontecem entre os acionistas, isto é, as empresas visam, com a Governança Corporativa, desestimular os conflitos entre acionistas minoritários e acionistas controladores. Papel importante também desempenha as instituições bancárias, que é o de fornecer os recursos financeiros nesse modelo.²²

Ao compará-lo com o modelo anglo-saxônico, ERIC LETHBRIDGE assim descreve o modelo nipo-germânico:

¹⁹ SILVA, André Luiz Carvalhal da. **Governança Corporativa e sucesso empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma**. São Paulo: Saraiva, 2006. 11 p.

²⁰ LETHBRIDGE, Eric. Governança Corporativa. **Revista do BNDES**. n.08. Dez/1997.

²¹ SILVA, op. cit. 11 p.

²² SILVA, André Luiz Carvalhal da. **Governança Corporativa e sucesso empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma**. São Paulo: Saraiva, 2006. 13 p.

No modelo nipo-germânico, a propriedade é mais concentrada (na Alemanha, os cinco maiores acionistas detêm, em média, 40% do capital e, no Japão, 25%), e muitas participações acionárias são de longo prazo. No Japão, por exemplo, entre 50% e 70% das ações de empresas listadas nas Bolsas de Valores são detidas por outras empresas, Nikkei Weekly (23.06.97) [...] Na Alemanha, os bancos usam participações acionárias para fortalecer as relações comerciais com clientes. Nesse sistema, em que a liquidez não é priorizada, os acionistas reduzem o seu risco, colhendo as informações necessárias às suas decisões junto às administrações.²³

Existem vantagens e desvantagens nos dois modelos, e conforme mencionado, eles não são puros ou estanques, já que o modelo nipo-germânico adota algumas características do anglo-saxão, e o modelo adotado principalmente pelos Estados Unidos e Reino Unido, adota algumas características por aquele usado, majoritariamente, por Japão e Alemanha, sempre levando em consideração as particularidades de cada cultura e seus traços econômicos.

1.2.1 A Governança Corporativa nos Estados Unidos

Devido à importância dos Estados Unidos na economia mundial, as disseminações de sua cultura institucional, e das práticas de Governança Corporativa, logo influenciaram o restante dos modelos encontrados, entretanto, algumas particularidades devem ser ressaltadas, conforme NASSAU RIBEIRO:

Grande pulverização do controle acionário, em que nenhum acionista, mesmo o controlador, é detentor de parcela significativa da sociedade; O controlador nomeia uma diretoria profissional (agente) para gerir a Companhia, muitas vezes acionistas, controladores ou não, não possuem todas as informações dos diretores; Executivos poderosos, pois são contratados por uma composição de interesses não sofrendo o assédio do acionista controlador.²⁴

Portanto, as práticas da Governança Corporativa nos Estados Unidos, apresentaram-se sempre com a principal preocupação de evitar o abuso dos executivos e, para tal, incorporou-se a figura do conselheiro independente que representaria os interesses do controlador e não participaria da diretoria executiva, tendo sua nomeação motivada por seu notório conhecimento estratégico, empresarial, financeiro ou setorial. Em suma, conselheiro profissional.

O problema clássico provocado pela separação de propriedade e gestão como já mencionado é tratado pela literatura econômica através da teoria da agência. A teoria da agência

²³ LETHBRIDGE, Eric. op. cit.

²⁴ RIBEIRO, Milton Nassau. **Aspectos Jurídicos da Governança Corporativa**. São Paulo: Quartier Latin, 2007. 26-27 p.

ganha importância na medida em que contém os elementos básicos, com os quais lidam os contratos inter e intra-organizações.

FERREIRA DE MACEDO, ao demonstrar os conflitos de interesse e, conseqüentemente, os problemas de agência, ressalta a necessidade de identificar quais interesses os administradores e controladores de uma sociedade devem perseguir em sua gestão.²⁵

Na teoria da agência, observam-se relações bilaterais entre um indivíduo (o principal) e outro (o agente), na qual três condições necessárias se fazem presentes²⁶:

a) o agente dispõe de vários comportamentos possíveis para serem adotados, ou seja, em uma corporação, por exemplo, os administradores são aqueles que, efetivamente, detêm o controle sobre os ativos da firma, podendo empregá-los de distintas maneiras;

b) a ação dos agentes/administradores afeta não apenas seu próprio bem-estar (estabilidade, crescimento), mas também, do principal/acionistas controladores (valorização das ações, dividendos) e,

c) as ações do agente, dificilmente são plenamente observáveis pelo principal, havendo assimetria informacional entre as partes.

Além do problema resultante entre a separação da propriedade e a gestão, outro fator de incentivo as melhores práticas de Governança Corporativa foi o papel dos Investidores Institucionais, principalmente os Fundos de Pensão e os administradores de Fundos de Investimento, nos Estados Unidos.

Os Fundos de Pensão, no mercado norte-americano, possuem um papel fundamental no aperfeiçoamento das práticas de Governança Corporativa através de uma participação efetiva na fiscalização das decisões tomadas pelos administradores das empresas nas quais participavam.

Os investidores institucionais atuam no monitoramento do desempenho da gestão das empresas em que participam. Tal conduta, com origem nos Estados Unidos, atualmente pode ser observado na exigência das informações contínuas, que não mais se limitam aos balanços, mas são completadas por informações sobre o que está acontecendo e sobre as futuras perspectivas da companhia.

Além dessas informações completas, os fundos participam dos Conselhos de Administração e dos Comitês ou indicam representantes independentes para integrá-los, essas

²⁵ MACEDO, Ricardo Ferreira de. **Controle não societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2004. 7 p.

²⁶ Siffert Filho, Nelson. **Governança Corporativa: Padrões Internacionais e Evidências Empíricas no Brasil nos Anos 90**. Revista do BNDES n. 96. p. 1.

ações, segundo WALD, favoreceram as práticas da boa Governança Corporativa nos Estados Unidos:

Os Fundos passaram a exigir maior conhecimento da evolução da empresa. Assim, aos poucos, evoluiu-se da fase de simples obtenção de informações para a atuação política. Os acionistas minoritários passaram a intervir nas empresas, liderando movimentos para a modificação da política ou da gestão empresarial de forma consensual ou até forçada, se necessário. Esta intervenção dos investidores institucionais chegou a abranger a demissão de diretores e presidentes de algumas das maiores empresas americanas, como IBM, American Express, General Motors e Westinghouse.²⁷

Para evitar casos de abuso de poder e expropriação da riqueza dos acionistas por parte dos executivos que dominavam o conselho de administração, resposta foi dada em grande parte pela atuação dos investidores institucionais, principalmente Fundos de Pensão.

Entre eles, destacou-se o California Public Employee Retirement System (CALPERS), Fundo de Pensão dos funcionários públicos da Califórnia como pioneiro na luta pela adoção de melhores práticas de Governança Corporativa.²⁸

CARLSSON *apud* SILVEIRA, relata a atuação do California Public Employee Retirement System, ressaltando o papel pioneiro do Fundo de Pensão dos funcionários públicos da Califórnia, como grande propulsor do movimento da Governança Corporativa nos EUA. Isso ocorreu, em grande parte, devido ao tamanho do Fundo de Pensão:

O Fundo de Pensão é um dos maiores do mundo, gerenciando, segundo Carlsson, cerca de US\$ 166 bilhões de dólares no ano de 2000, com cerca de US\$ 115 bilhões investidos em ações de mais de 1500 empresas.²⁹

Mesmo com essa força econômica, os interesses dos acionistas ficaram em segundo plano quando:

[...] o estopim para o movimento foi a recusa de uma oferta de compra da Texaco em 1984 pelos seus executivos, prejudicando os acionistas, em um caso típico de defesa dos empregos por parte dos gestores.

Após este caso, o *Calpers* adotou imediatamente uma resolução afirmando que, como investidores de longo prazo, não iriam mais aceitar comportamento similar de outras empresas. O Fundo elaborou uma lista de problemas a serem enfrentados, como a

²⁷ WALD, Arnold. **O Governo das Empresas**. Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem nº 15.

²⁸ RIBEIRO, Milton Nassau. **Aspectos Jurídicos da Governança Corporativa**. São Paulo: Quartier Latin, 2007, 27 p.

²⁹ . SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa, Desempenho e Valor de Empresa**. Dissertação apresentada à Faculdade de Economia e Administração – FEA da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2002. 19 p.

dependência do conselho em relação aos gestores, o aumento excessivo dos salários dos executivos e os diversos arranjos para evitar ofertas de compra hostis, denominados *poison pills*.³⁰

Poison pills segundo SILVA é uma cláusula com o objetivo de dificultar a alienação do controle acionário.³¹

Sendo assim, pondera SILVA, a Governança Corporativa surgiu nos Estados Unidos quando os acionistas, passivos, não monitoravam as decisões tomadas pelo CEO³², que não raramente também acumulava o cargo de presidente do conselho de administração (chairman)³³, entretanto, essa condição começa a mudar na década de 1990, quando investidores institucionais elaboraram um Código de Governança Corporativa.

A National Association of Corporate Directors, Associação dos Conselheiros de Administração dos Estados Unidos, elaborou um Código que estabeleceu as práticas para os investidores e incentivava diversas Companhias Americanas a adotarem tais práticas, dentre elas encontra-se: o aumento do número de conselheiros independentes e a intensificação da demissão de executivos com mau desempenho em suas funções.³⁴

Entre as empresas que acompanharam os investidores institucionais, como o CALPERS, e a Associação dos Conselheiros de Administração dos Estados Unidos na luta por executivos menos poderosos e um foco maior nos interesses dos acionistas, encontram-se a General Motors, American Express, IBM, Kodak, Sears, Time Warner, Compaq entre outras.

Vale destacar que, segundo SILVA, o código de boas práticas de Governança Corporativa obteve tamanho reflexo no movimento de conselheiros e acionistas que culminou com o desligamento do principal executivo e também do presidente do conselho da General Motors. Segundo o autor: “Esse código causou tal impacto que se costuma dividir a história dos conselhos em duas eras: pré-General Motors e pós-General Motors.”³⁵

1.2.2 A Governança Corporativa no Reino Unido

³⁰ *ibidem*

³¹ SILVA, André Luiz Carvalhal da. **Governança Corporativa e sucesso empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma**. São Paulo: Saraiva, 2006. 66 p.

³² Sigla para Chief Executive Officer, que é o executivo principal (diretor-presidente) de uma empresa.

³³ Chairmam é o presidente do conselho de administração.

³⁴ SILVA, André Luiz Carvalhal da. **Governança Corporativa e sucesso empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma**. São Paulo: Saraiva, 2006. 15 p.

³⁵ *ibidem*

Assim como nos Estados Unidos, há a pulverização do controle acionário das empresas com capital aberto.³⁶ Tal característica encontrada no modelo Americano, também é uma característica da grande maioria das Companhias Abertas do Reino Unido, o que as leva a adotar o chamado modelo anglo-saxão de Governança Corporativa.

Segundo CARLSSON *apud* SILVEIRA, uma série de balanços não condizentes com a verdadeira situação das empresas de capital aberto, ocorrido nos mercados corporativo e financeiro, no final dos anos oitenta, dentro do Reino Unido, levou o governo do Partido Conservador a deixar claro que, medidas legislativas, iriam ser tomadas para que o próprio mercado tomasse as devidas providências e se estruturasse de forma a prevenir a repetição de escândalos similares.³⁷

Por conseguinte, a *London Stock Exchange* (Bolsa de Valores de Londres), apoiada por outros organismos, formou um Comitê denominado Comitê *Cadbury* destinado a revisar os aspectos de Governança Corporativa relacionados às práticas de contabilidade e aos relatórios financeiros, promovendo a transparência e procurando evitar que novos escândalos como os ocorridos na década de oitenta não mais se repetissem.

Segundo SILVEIRA, este Comitê publicou em dezembro de 1992 um relatório:

Constituiu o marco inicial do movimento da Governança Corporativa no país, intitulado *The Financial Aspects of Corporate Governance*. A crescente pressão por parte dos investidores institucionais para a definição de regras sobre algumas questões importantes não abordadas no Comitê *Cadbury*, principalmente relacionadas à remuneração dos executivos e conselheiros, levou a formação de um grupo de trabalho denominado Comitê *Greenbury* em 1995, cujo relatório trouxe importantes avanços na determinação de práticas de Governança ligadas à remuneração dos administradores.³⁸

Assim sendo, a Governança Corporativa evoluía da conferência dos aspectos contábeis e financeiros para a atuação e responsabilidade dos administradores.

Em novembro de 1995, a Bolsa de Valores de Londres, em conjunto com diversas Entidades, formou outro grupo de trabalho destinado a elaborar altos padrões de Governança Corporativa, este grupo foi denominado Comitê *Hampel*.³⁹

Os objetivos deste Comitê, segundo SILVEIRA eram:

[...]revisar o relatório do Comitê *Cadbury* e aproveitar os principais pontos do Comitê *Greenbury*. Além dos aspectos de responsabilidade e remuneração dos

³⁶ SILVEIRA, *op. cit.*, 35 p.

³⁷ *Ibidem*, 35 p.

³⁸ *Ibidem*, 36 p.

³⁹ *idem*

gestores e conselheiros, analisados nos comitês anteriores, o Comitê *Hampel* também discutiu a principal responsabilidade do Conselho de Administração, definindo-o como órgão que deve promover o aumento da prosperidade das empresas no longo prazo.

Desta forma, o Comitê *Hampel* definiu Governança Corporativa dentro de uma dupla perspectiva, de responsabilidade e prosperidade do negócio. O relatório do Comitê *Hampel* foi publicado em janeiro de 1998 e, após o recebimento de sugestões da sociedade civil, foi alterado e lançado com título de *Combined Code* em julho de 1998. Este Código de Governança Corporativa foi incorporado como uma das exigências da Bolsa de Valores de Londres para listagem das Companhias.⁴⁰

Portanto, no Reino Unido, a própria Bolsa de Valores londrina (London Stock Exchange) tomou a iniciativa de, em parceria com outros organismos, exigir a formação de Comitês para implementar práticas de Governança Corporativa no mercado local.

1.2.3 A Governança Corporativa na Alemanha

O modelo nipo-germânico caracteriza-se pela propriedade concentrada, segundo MAY, na Alemanha, a industrialização foi fomentada por famílias de mercadores, bancos privados, pequenos acionistas e investidores estrangeiros. Dessa forma, desenvolveu-se um sistema que delegava poder de voto dos acionistas minoritários aos bancos.⁴¹

Ao final do século XX, as ações com voto plural deram espaço para a estrutura piramidal, atualmente, a economia germânica se funda em grupos familiares, controlados por poucos bancos via procurações.⁴²

Um passado de conflitos acabou por provocar reflexos na cultura empresarial alemã, segundo NASSAU RIBEIRO, a boa ordem e o planejamento em longo prazo são características do mercado alemão. Legislações com cunho assistencialista e voltadas para a responsabilidade social surgiram ainda nos tempos de Bismark, unificador da Alemanha, sob o domínio prussiano.

No modelo alemão, a administração das grandes Companhias é separada em dois órgãos: o Conselho de Supervisão e o Conselho de Gestão.

NASSAU RIBEIRO, assim exemplifica essa separação:

O Conselho de Gestão é responsável pelo gerenciamento e direção da Companhia, sendo obrigatório em todas as sociedades anônimas, bem como, pela indicação de um presidente, devendo este, por sua vez, representar a Companhia externamente e orientar os trabalhos dos demais membros do órgão. As decisões do presidente

⁴⁰ idem

⁴¹ MAY, Yduan de Oliveira. **Governança Corporativa eficiente: proposta para aprimoramento das sociedades por ações brasileiras**, Tese apresentada à Universidade Federal de Santa Catarina, 2007. 80 p.

⁴² idem

porém, são divididas com os outros membros do Conselho, pois espera-se que o órgão funcione de maneira colegiada, dada a ênfase nas soluções consensuais ressaltadas.

Neste ponto, nota-se que as funções do presidente do Conselho de Gestão na Alemanha são distintas daquelas geralmente atribuídas pelos Estatutos das Companhias brasileiras ao diretor-presidente. Já, o Conselho de Supervisão tem a função de aprovar determinadas proposições do Conselho de Gestão, no tocante a matérias discriminadas em Lei ou no Estatuto. A Lei prescreve como função desse órgão deliberar sobre: (i) demonstrações de determinado período (geralmente trimestrais); (ii) alterações no orçamento, aquisições estratégicas e dissolução; (iii) indicação dos membros do Conselho de Gestão; (iv) aprovação dos dividendos. Conforme mencionado, estas competências podem ser alarfadas pelo Estatuto Social.

Além disso, a exemplo do Brasil, os Bancos são a grande fonte de financiamento das Companhias, o que torna o mercado de crédito mais desenvolvido que o mercado de capitais.

Segundo CARLSSON *apud* SILVEIRA, o sistema de Governança Corporativa alemão possui como principais características o modelo de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* (todos os públicos envolvidos com a Companhia) como objetivo primordial das empresas, ao invés da maximização da riqueza dos acionistas.⁴³

Além do equilíbrio de interesses, a Governança Corporativa alemã caracteriza-se pelo o papel limitado do mercado de capitais no fornecimento do capital de risco e, a gestão coletiva das empresas.⁴⁴

A busca pelo equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* (empregados, credores, fornecedores etc.) como objetivo das empresas, é consequência do modelo alemão de industrialização, muito regulamentado e controlado pelo Estado.

Atualmente, a Lei exige a presença de representantes dos empregados nos conselhos das empresas alemãs (Conselho Supervisor), sendo que, Companhias com mais de 2000 empregados, devem ter metade dos membros do Conselho Supervisor composto por representantes dos empregados.⁴⁵

CARLSSON *apud* SILVEIRA, afirma que este modelo de equilíbrio dos interesses foi reforçado por acontecimentos traumáticos ocorridos no século 20, como as duas Guerras Mundiais, hiperinflação, reformas monetárias e reintegração com a Alemanha Oriental, que fizeram com que o consenso e a colaboração se tornassem importantes valores sociais.

O subdesenvolvimento do mercado de ações é outra característica do sistema de Governança Corporativa alemão. Segundo CARLSSON *apud* SILVEIRA, a Bolsa alemã (*Deutsche Börse*) é pequena sob todos os aspectos, com uma capitalização de mercado

⁴³ SILVEIRA, op. cit. 22 p.

⁴⁴ *idem*

⁴⁵ *idem*

equivalente à metade da Bolsa de Londres. Além disso, em 1998, sua capitalização em relação ao PIB alemão era de 51%, contra 167% da Bolsa de Londres em relação ao PIB inglês⁴⁶. Em contrapartida, a um fraco mercado de ações, o mercado de crédito é muito desenvolvido, com forte participação dos Bancos nas empresas. Este desenvolvimento do mercado de crédito como substituto do mercado de ações, data do século XIX, quando os grandes Bancos passaram a fornecer, além do capital de curto e longo prazo, o capital de risco, e a exercer as funções de proprietários ativos das empresas.

A terceira característica do modelo alemão é a gestão coletiva das empresas. Essa gestão caracteriza-se pela forma na qual o responsável pela operação da Companhia, o Conselho de Gestão, contrata um presidente para que a empresa seja representada externamente, e além dessa representação, possa ainda orientar os membros do Conselho com seu trabalho.

Esta contratação permite que os outros membros do Conselho dividam as decisões com o presidente, não possuindo este, o papel de principal tomador de decisões, como no caso do diretor executivo no Brasil ou do *Chief Executive Officer* americano.

SILVEIRA, destaca que durante os anos noventa, as forças de mercado, oriundas da globalização, forçaram cada vez mais as empresas alemãs a adotarem os padrões internacionais de Governança Corporativa. Como exemplo dessas forças de mercado está o acesso das empresas alemãs às Bolsas de Nova Iorque (*New York Stock Exchange*) e de Londres (*London Stock Exchange*), que exigem que elas adotem certas regras de transparência e divulgação de informações.

O fortalecimento do mercado de ações alemão teve grande impulso em 1997, com a criação do Novo Mercado (*Neuer Market*) da Bolsa alemã de Frankfurt, que vem alcançando seu objetivo de canalizar capital de risco para novas empresas.

Atualmente, a maioria das aberturas de capital na Alemanha acontece no *Neuer Market*, que possui regras mais rígidas de proteção e transparência aos investidores. Esta iniciativa tende a fazer com que as novas empresas alemãs já se estruturem dentro de alguns padrões internacionais de Governança Corporativa.⁴⁷

1.2.4 Governança Corporativa no Japão

⁴⁶ idem

⁴⁷ SILVEIRA, op. cit., 24 p.

Na Governança Corporativa japonesa, encontra-se o modelo nipo-germânico, em que a principal fonte de financiamento é os Bancos. O sistema econômico fomenta-se pelos juros, já que os mercados de capitais são menos líquidos e desenvolvidos, e os investidores institucionais não possuem um papel tão ativo quanto no modelo anglo-saxão, os conflitos principais acontecem entre os acionistas.⁴⁸

SILVA destaca que, além da forte atuação estatal, a industrialização japonesa foi financiada por associações de Bancos e grandes Cartéis.⁴⁹

NASSAU RIBEIRO explica que, por se tratar de uma industrialização tardia, influenciou a forma de relacionamento de empregados e empregadores:

Até meados do século XIX, a economia japonesa permaneceu feudal. Com a modernização de sua economia, o Japão inspirou-se apenas em parte, no capitalismo ocidental, uma vez que foi mantida a hierarquia do sistema feudal. Decorre disso, o culto do empregado pela empregadora e, como recompensa, o emprego vitalício. Dessa forma, o capitalismo japonês é a antítese do sistema clássico capitalista em muitos aspectos. É um sistema fechado, protecionista e com forte presença dos chamados *keiretsu*. Estes são conglomerados de várias empresas e Bancos, unidos por uma intrincada rede de participações de capital cruzadas, ou seja, empresas com participações acionárias mútuas e recíprocas, mediante um complexo sistema de coligações e controle.⁵⁰

A atuação dos *keiretsu* acaba por impedir a aquisição das empresas japonesas por estrangeiros. Os *keiretsu* são financiados pelos bancos locais, praticando baixas taxas de juros, utilizando como recursos as poupanças de cidadãos japoneses.

Esses grupos sempre receberam influência do alto escalão do Ministério do Comércio e Indústria, em troca de benefícios fiscais e contratos governamentais. Como decorrência dessa forma tão peculiar de capitalismo, NASSAU RIBEIRO destaca como resultado “uma abundante fonte financiadora de capital a baixo custo.”⁵¹

Acerca da participação do Conselho de Administração, os japoneses diferenciam-se do modelo alemão pois o principal executivo da empresa possui mais poderes do que o próprio presidente do Conselho.

SILVA, interpreta da seguinte maneira a participação dos conselheiros:

Os conselheiros, eleitos pela assembleia-geral para um mandato não superior a dois anos, são responsáveis legais pela administração da empresa. As assembleias de acionistas, competentes para destituir um conselheiro do cargo, podem ser

⁴⁸ Ibidem. 28 p.

⁴⁹ SILVA, SILVA, André Luiz Carvalhal da. **Governança Corporativa e sucesso empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma**. São Paulo: Saraiva, 2006. p. 21

⁵⁰ RIBEIRO, Op. cit. 41 p.

⁵¹ Ibidem, 42 p.

convocadas por 3% do capital acionário. Assim, como na Alemanha, nenhuma decisão empresarial no Japão é tomada sem levar em consideração os interesses dos funcionários das Companhias.⁵²

Já, Nassau Ribeiro, ressalta os lados negativos desta forma de Conselho e sua implicação nos métodos de Governança Corporativa:

No Japão, o Conselho de Administração geralmente tem um número excessivo de membros, composto exclusivamente por executivos da Companhia, indicados em decorrência dos relevantes serviços prestados a esta. Um conselheiro de expressão é, geralmente, o presidente da Companhia, detentor de mais poderes que o próprio presidente do Conselho. É o presidente da Companhia responsável pela escolha de novos conselheiros, figuras muito mais cerimoniais do que propriamente participativas na gestão ou decisões estratégicas da Companhia. Sem maiores dificuldades, nesse modelo podem ser reconhecidos alguns “atentados” contra o que é defendido pelos estudiosos da Governança Corporativa, tais como: número excessivo de membros no Conselho de Administração, ausência de conselheiros independentes e confusão entre funções executivas e estratégicas.⁵³

Portanto, observa-se que o excessivo número de conselheiros de administração e a confusão entre as competências do presidente do Conselho e do presidente da Companhia são aspectos negativos neste tipo de modelo.

1.2.5 Governança Corporativa na França

As bases para a Governança Corporativa na França começaram em 1995, quando foi publicado o Relatório *vienot* (em homenagem a MarcVienot, líder da comissão *President Directeur Générale (PDG)* do banco *Société Generale*), o Relatório possuía a propositura para separar os cargos de presidente do Conselho de Administração e presidente da Diretoria da empresa, criar Comitês no Conselho de Administração e exigir a participação mínima de conselheiros independentes, além de divulgar de forma completa o montante de remuneração da Diretoria e do Conselho.⁵⁴

Entretanto, NASSAU RIBEIRO destaca que, antes disso, já havia bases para a implementação da Governança Corporativa:

Em 1966, foi criado um modelo alternativo de gestão que guarda algumas semelhanças com o sistema de supervisão (duas amarras) da Alemanha. Assim, este

⁵² SILVA, André Luiz Carvalho da. **Governança Corporativa e sucesso empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma**. São Paulo: Saraiva, 2006. p. 21.

⁵³ RIBEIRO, op. cit. 42-43 p.

⁵⁴ SILVEIRA, op. cit. 27 p.

segundo sistema prevê dois Conselhos: o Conselho de Administração, propriamente dito (*Conseil de Survenillance*), e o Conselho de Gestão (*Le Directoire*). Este é composto por, no mínimo, dois, e no máximo, cinco membros, com um mandato entre dois e seis anos, escolhidos pelo *Conseil de Survenillance*. No entanto, tanto os membros da *Directoire*, quanto o seu presidente (escolhido pelos seus pares neste órgão) somente podem ser destituídos pela Assembleia Geral. Além disso, é conferida à *Directoire* total autoridade executiva, tomando as suas decisões pelo voto da maioria de seus membros. Por sua vez, ao *Conseil de Survenillance* cabe algumas decisões estratégicas e a supervisão de algumas competências do referido órgão gestor⁵⁵.

SILVEIRA, explica que “a França é um país muito peculiar na estrutura de Governança das suas empresas, apresentando basicamente dois sistemas de Governança Corporativa, o Sistema I e II”:

O sistema I, caracteriza-se por um único Conselho de Administração e pela presença de um líder da Companhia que exerce os cargos de presidente do Conselho e Diretor executivo, chamado *President Directeur Générale (PDG)*. Há uma concentração forte de poder, tendo em vista que o papel de *PDG* é descrito por lei, cujos cargos – diretor e presidente – não podem ser separados. Já, o sistema II, foi um meio alternativo criado pelo poder público na década de 60, sendo o modelo alemão a fonte inspiradora. Neste, o percentual de empresas é menor, caracterizado pelo *Conseil de Survenillance* (Conselho de Administração) e o *Le Directoire* (Conselho de Gestão).⁵⁶

Por conseguinte, o *President Directeur Générale (PDG)*, que, por força de lei, acumula as competências de presidente do Conselho e de diretor-presidente da Companhia, de maneira indissociável, é eleito pelo Conselho de Administração e somente esse órgão pode destituí-lo; possui o poder geral de representação da Companhia perante terceiros, e somente ele pode delegar integral, ou parcialmente, tal função. Seus poderes são maiores até do que aqueles conferidos ao CEO nos sistemas do Reino Unido ou dos Estados Unidos.

O Conselho de Administração possui presença obrigatória e, de acordo com NASSAU RIBEIRO, seus principais poderes são:

- (i) nomear e destituir o PDG;
- (ii) autorizar aumento de capital e,
- (iii) autorizar fusões e outras parcerias, caso significativo.

Logo, é ponderado afirmar que a concentração de poderes na figura do PDG, presente no modelo apresentado como SISTEMA I francês, é claramente contrária às melhores práticas preconizadas no Código de Governança Corporativa.

⁵⁵ RIBEIRO, op. cit., 44-45 p.

⁵⁶ SILVEIRA, op. cit. 26 p.

NASSAU RIBEIRO destaca que “Além da concentração de poderes na pessoa do PDG, outro fator que dificulta a penetração da Governança Corporativa na França é o grande número de Companhias estatais: característica histórica marcante da industrialização francesa.”

Na mesma direção, SILVEIRA aponta o controle do estado sob o sistema de Governança francês.

A presença do Estado através do controle direto das empresas tem sido outra característica marcante do sistema de Governança francês. Esta característica data desde o início da industrialização francesa, principalmente nos serviços de utilidade pública, como eletricidade e ferrovias. Entretanto, a forte onda de privatizações, ocorrida nos anos noventa, fez com que a presença do Estado nas empresas tenha se tornado cada vez menor.⁵⁷

Desta forma, ficam demonstrados os princípios e características dos principais modelos de Governança Corporativa.

Na sequência do trabalho serão analisados os sistemas normativos determinantes para a disseminação das melhores práticas da Governança Corporativa no Brasil, entre eles a Lei das Sociedades Anônimas e as inovações introduzidas pela reforma de 2001, a regulação administrativa da Comissão de Valores Mobiliários e a auto-regulação da Bovespa.

Além disso, no próximo capítulo serão analisados o cenário empresarial brasileiro e como os órgãos sociais, Assembleia Geral, Conselho de Administração, Diretoria e Conselho Fiscal auxiliam na efetivação das boas práticas de Governança Corporativa.

⁵⁷ SILVEIRA, 2002. p. 26.

CAPÍTULO 2 – GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL E SUA ESTRUTURA

A Governança Corporativa refere-se às regras que governam a estrutura e o exercício de poder e controle na companhia. A sociedade por ações está dividida em diversos órgãos, como assembleia-geral de acionistas, conselho de administração, diretoria e conselho fiscal.

Os órgãos de uma sociedade por ações visam garantir a democracia na tomada de decisões, pois suas deliberações afetam os interesses de diversos *stakeholders*. Pode-se classificar esses órgãos em três categorias: deliberativa, que expressa a vontade da sociedade (assembleia-geral), executiva, que realiza a vontade social (administração) e controladora, que fiscaliza a fiel execução da vontade social (conselho fiscal).

Este capítulo visa demonstrar como os princípios da boa Governança Corporativa visam diminuir os potenciais conflitos entre esses diversos órgãos além aproximar a Governança Corporativa do cenário nacional e explicar como a divisão das organizações em assembleia geral, conselho de administração, diretoria e conselho fiscal auxiliam na efetividade dos princípios mencionados no Capítulo 1.

2.1 CENÁRIO EMPRESARIAL BRASILEIRO

A Governança Corporativa brasileira encontra-se em pleno desenvolvimento e transformação, porém, para melhor compreender as mensagens da Governança em território nacional, deve-se, primeiramente, estudar as estruturas e processos característicos da realidade empresarial brasileira.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) é o primeiro órgão brasileiro com foco específico em Governança Corporativa, e apresenta assim o modelo empresarial nacional:

O modelo empresarial brasileiro encontra-se em um momento de transição. De oligopólios, empresas de controle e administração exclusivamente familiar e controle acionário definido e altamente concentrado, com acionistas minoritários passivos e Conselhos de Administração sem poder de decisão, caminhamos para uma nova estrutura de empresa, marcada pela participação de investidores institucionais, fragmentação do controle acionário e pelo foco na eficiência econômica e transparência de gestão.⁵⁸

Os fatos apontados pelo IBGC como propulsores desta mudança são:

⁵⁸ IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Governança Corporativa no Brasil**. São Paulo : IBGC, 2004.

- (i) as privatizações;
- (ii) os movimentos internacionais de fusões e aquisições;
- (iii) o impacto da globalização;
- (iv) necessidades de financiamento;
- (v) a intensificação dos investimentos dos fundos de pensão e,
- (vi) a postura mais ativa dos investidores institucionais nacionais e internacionais.

As sociedades anônimas brasileiras, segundo o IBGC e McKinsey & Company e Korn/Ferry International *apud* SILVEIRA, possuem em sua maioria as seguintes características⁵⁹:

- Estrutura de propriedade com forte concentração das ações com direito a voto (ordinárias) e alto índice de emissão de ações sem direito a voto (preferenciais);
- Presença de acionistas minoritários pouco ativos;
- Alta sobreposição entre propriedade e gestão, com os membros do Conselho representando os interesses dos acionistas controladores;
- Pouca clareza na divisão dos papéis entre Conselho e Diretoria, principalmente nas empresas familiares;
- Escassez de conselheiros profissionais no Conselho de Administração;
- Remuneração dos conselheiros como fator pouco relevante e,
- Estrutura informal do Conselho de Administração, com a ausência de Comitês para tratamento de questões específicas como Auditoria ou Sucessão.

Sendo assim, a Governança Corporativa no Brasil é influenciada pela participação forte das empresas familiares, da pouca participação dos acionistas minoritários, além das privatizações.

2.2 EVOLUÇÃO HISTÓRICA

Segundo o IBCG, o cenário econômico atual começou a ser delineado a partir da década de 90, e sua evolução histórica passa pela ruptura das barreiras protecionistas:

⁵⁹ SILVEIRA, op. cit. 56 p.

Os anos 90 foram marcados por alterações importantes no quadro econômico e também no quadro empresarial brasileiro. Nossa economia, no pós-Segunda-Guerra Mundial, tinha uma característica bem definida: de quase total ausência de concorrência, tanto internamente, como no plano internacional.

Buscavam nossos governos, particularmente, os militares, chegar a um modelo de auto-suficiência, o que justificava medidas protecionistas para a empresa nacional, tais como: barreiras fiscais e alfandegárias contra as importações.

Conseqüentemente, até o final dos anos 80, tínhamos uma clara predominância de empresas estatais e reservas de mercado para as grandes empresas do setor privado.

A vocação destas para o mercado de capitais era muito pequena, mesmo porque, a persistência do fenômeno ‘inflação crônica’ (que só foi controlado no Plano Real, em 1994) tinha um peso muito negativo nos destinos do mercado de capitais. Conceitos como ‘nacionalismo’, ‘segurança nacional’, ‘soberania’ e outros, inspiravam a ação governamental e bloqueavam maior participação do País no contexto internacional.⁶⁰

Os abalos na ordenação estratégica no mundo empresarial brasileiro foram profundos. Com a inexistência das barreiras, que antes evitavam a entrada de competidores externos em todos os negócios, colocou as Companhias brasileiras em uma situação de igual concorrência com empresas internacionais, o que levou a um número sem precedentes de fusões e aquisições.

Além disso, a abertura do Mercado Brasileiro, na década de 1990, iniciada com o governo de Fernando Collor de Mello, trouxe ao Brasil a discussão sobre Governança Corporativa, uma vez que, as relações entre acionistas e administradores e entre acionistas majoritários e minoritários, mudaram, com a reestruturação societária provocada pelas privatizações e a entrada de novos sócios nas Companhias do setor privado, principalmente, estrangeiros.

Sobre essa nova realidade societária, SILVA, destaca a características da Governança Corporativa brasileira e a transição entre o modelo *stakeholder* para o modelo *shareholder*:

A presença do Estado-empresário no Brasil tinha algumas características do modelo *stakeholder*, que foram sendo redefinidas com a privatização de alguns segmentos e a adoção de um foco maior na rentabilidade para atrair investimentos para as privatizações.

Ao transferir a propriedade estatal para grupos privados, os processos de privatização forjaram uma nova realidade societária, ensejando as primeiras experiências de controle compartilhado no Brasil, como, por exemplo, na área energética, de infraestrutura, dentre outras, onde se encontram regimes de parceria com grupos nacionais, multinacionais e Fundos de Pensão. Nessa nova forma de controle, formalizada principalmente através de acordos de acionistas, os investidores integrantes do bloco de controle têm que distribuir entre si o comando da empresa, estabelecendo, contratualmente, regras para reger o cotidiano empresarial, como as feitas para a escolha e indicação de profissionais de sua confiança para integrar o

⁶⁰ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). *Uma década de governança: história do IBGC, marcos da governança e lições da experiência*. São Paulo: Saint Paul, 2006. 32 p.

Conselho de Administração, as relativas aos procedimentos das denominadas 'reuniões prévias', entre outras.⁶¹

Dessa forma, o uso das práticas da boa Governança Corporativa destacam-se em empresas de grande porte com planejamento estratégico de médio e longo prazo e adeptas ao aprimoramento das relações entre os diversos segmentos envolvidos na atividade empresarial.

Contudo, os resultados positivos de uma implementação da Governança Corporativa podem depender de vários fatores, entre eles, o histórico da empresa e as incertezas e dificuldades de um Mercado de capitais pouco desenvolvido, conforme analisa AZEVEDO:

A implementação das boas práticas de Governança não é uma tarefa fácil e tende a ser ainda mais complicada no Brasil. A predominância do controle familiar, a reduzida pulverização do capital em Bolsa e o baixo percentual de acionistas, com direito a voto, são características que propiciam um ambiente adverso à Governança Corporativa e abrem espaço para o desequilíbrio entre interesses de acionistas controladores e minoritários.⁶²

Fato importante para o Brasil aumentar a sua competitividade é a oferta de crédito e a dificuldade de captação de recursos, pois os mesmos geram uma perda de liquidez da Bolsa de Valores nacional e fuga dos negócios.⁶³

As dificuldades apresentadas não devem servir de empecilho para tratar a Governança Corporativa como prioridade, pois, de acordo com BETTARELLO, as boas práticas de Governança Corporativa são fundamentais para o desenvolvimento da sociedade ao difundir valores como transparência e responsabilidade corporativa, além do crescimento quantitativo da riqueza dos mercados de capitais, das empresas e da economia.⁶⁴

Em vista dessa necessidade de aumentar a credibilidade no mercado internacional, verifica-se as principais razões que levam a um Mercado Financeiro não tão atrativo.

Sobre o direito dos minoritários, ponto importante para o desenvolvimento na credibilidade do Mercado Financeiro, AMENDOLARA destaca:

Como é possível, então, a existência de um mercado de capitais ativo e vigoroso, onde empresários possam capitalizar suas empresas, sem recorrer sempre ao

⁶¹ SILVA, André Luiz Carvalhal da. **Governança corporativa e decisões financeiras no Brasil**. Rio de Janeiro: Mauad, 2005. 21 p.

⁶² AZEVEDO, Simone. Administrar para todos os acionistas é o grande desafio. Clipping do *IBGC*, n. 1. Publicação Bimestral do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, 2000. 8 p.

⁶³ RIBEIRO, op. cit. 47 p.

⁶⁴ BETTARELLO, op. cit. 124 p.

endividamento, sem que outra ponta, o investidor minoritário, seja tratado verdadeiramente como sócio do negócio e não como mero coadjuvante, descartável a qualquer momento.⁶⁵

Além do acionista minoritário, deve-se considerar todos os envolvidos no processo de fornecimento de crédito para as empresas e esse é um aspecto fundamental do estudo sobre Governança Corporativa no Brasil, conforme assevera LAMEIRA:

A teoria referente a evolução econômica prevê que em um determinado estágio do desenvolvimento econômico se deva prestar atenção aos fornecedores de recursos para as empresas. Dessa forma, podemos considerar que o atual movimento de melhores práticas de Governança nas sociedades é resposta à percepção teórica existente.⁶⁶

Atualmente, a Governança Corporativa vem recebendo incentivos de diversos setores. Iniciativas institucionais e governamentais vêm contribuindo para a melhoria das práticas de Governança pelas empresas brasileiras, destaca-se também, o aumento da competitividade que contribui para a melhoria das práticas de Governança pelas empresas brasileiras.

Os principais instrumentos como sistemas normativos que promovem a iniciativa das boas práticas de Governança Corporativa no Brasil são a aprovação da Lei n. 10.303 de 31 de outubro de 2001, que introduziu modificações na Lei das Sociedades Anônimas, a criação dos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa e do NOVO MERCADO pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), o estabelecimento de novas regras pela Secretaria de Previdência Complementar (SPC) para definição dos limites de aplicação dos recursos dos Fundos de Pensão e a definição, pelo BNDES, da adoção de práticas de boa Governança Corporativa como um dos requisitos preferenciais para a concessão de financiamentos.

No próximo tópico serão analisados a estrutura e o funcionamento dos órgãos de administração sob o foco da Governança Corporativa. Estrutura essa que está no geral, alinhada com as diretrizes da boa Governança Corporativa, não obstante seja sempre possível apontar aspectos que mereçam aprimoramento.

⁶⁵ AMENDOLARA, Leslie. Os direitos dos acionistas minoritários. 15 ed. São Paulo: STS, 1998. p. 2.

⁶⁶ LAMEIRA, Governança Corporativa, p. 20-21.

2.3 ÓRGÃOS E GOVERNANÇA CORPORATIVA

A Governança Corporativa está intimamente relacionada à idéia de gestão proba, transparente, e ao respeito de diversos interessados na companhia, inclusive os acionistas minoritários.

O nosso direito, explica REQUIÃO, “adotou a teoria organicista para explicar os órgãos sociais, que são os centros de poderes administrativos das sociedades anônimas.”⁶⁷

Com o objetivo de estimular o controle e a transparência, a sociedade por ações dividiu-se em órgãos como por exemplo a Assembléia Geral, Conselho de Administração, Comitês do Conselho, Diretoria e Conselho Fiscal.

A sociedade anônima, segundo ULHÔA,

[...] se decompõe em órgãos, tais como a diretoria, conselhos, chefias e outros. Tal fato objetiva fins administrativos e jurídicos. Para o direito, tal fato importa na medida em que influi no atendimento das formalidades ligadas à validade ou eficácia dos atos praticados pela sociedade e seus agentes⁶⁸.

Segundo SILVA, os órgãos visam “garantir a democracia na tomada de decisões, pois suas deliberações afetam os interesses de diversos *stakeholders*.”⁶⁹

Segundo REQUIÃO, os órgãos sociais se dividem em três categorias, são eles:

Órgão de deliberação, responsável pela expressão da vontade da sociedade (assembléia geral); órgão de execução, que a realiza (administração); e órgão de controle, que fiscaliza seu fiel cumprimento (conselho fiscal). A vontade da sociedade é demonstrada através do voto dos acionistas reunidos em assembléia. Os diretores e conselheiros são órgãos da sociedade, não a representando, mais sim, fazendo presente através de si.⁷⁰

ULHOA pondera que os únicos órgãos da sociedade disciplinados pela Lei são a assembléia geral, o conselho de administração, a diretoria e o conselho fiscal. O restante dos órgãos (coordenadorias, superintendências, departamentos, chefias etc.) podem ser livremente estruturados pela sociedade anônima, devido a interessarem muito mais à administração e de serem irrelevantes para a ciência jurídica.⁷¹

⁶⁷ REQUIÃO, op. cit. p. 170.

⁶⁸ ULHÔA, op. cit. p. 191.

⁶⁹ SILVA, André Luiz Carvalhal da. **Governança Corporativa e sucesso empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma**. São Paulo: Saraiva, 2006. 36 p.

⁷⁰ REQUIÃO, op. cit. p. 170.

⁷¹ COELHO, Fabio Ulhôa, Curso de direito comercial vol. 2 8 ed. São Paulo, Saraiva: 2005, 94 p.

Dessa forma, as boas práticas da Governança Corporativa levam em consideração um equilíbrio de forças entre estes órgãos societários, analisa-se, na sequência, cada órgão societário separadamente.

2.3.1 Assembléia Geral

A assembléia geral de acionistas, que expressa a vontade da sociedade, é o órgão máximo de uma sociedade por ações, segundo ULHÔA a “assembléia geral é o órgão deliberativo máximo da estrutura da sociedade anônima. Pode, em função disso, discutir, votar e deliberar sobre qualquer assunto do interesse social, inclusive os mais diminutos problemas administrativos. (LSA, art. 121)”.⁷²

De acordo com a competência e com a matéria em votação, a assembléia geral poder ser ordinária ou extraordinária. A assembléia geral ordinária, convocada anualmente nos quatro primeiros meses seguintes ao término do exercício social, delibera sobre: contas dos administradores; aprovação das demonstrações financeiras; destinação dos lucros do exercício e da distribuição de dividendos; e eleição dos administradores e dos membros do conselho fiscal, pontos importantes para as melhores práticas de Governança Corporativa.

2.3.2 Conselho de Administração

O Conselho de Administração tem um papel fundamental na Governança Corporativa das empresas, sendo o principal mecanismo interno para diminuição dos custos de agência entre acionistas e gestores, e entre acionistas controladores e minoritários.

PERIN JÚNIOR afirma que, quando bem utilizado, o conselho de administração pode funcionar como órgão protetor dos investimentos dos acionistas em relação aos comandos dos diretores, entretanto:

Reunir os cargos de conselheiro e de diretor de uma mesma companhia em uma mesma pessoa sem dúvida alguma pode gerar conflitos de interesses na própria companhia, sendo extremamente prejudicial à sua governança corporativa e possibilitando a desconfiança por parte dos acionistas.⁷³

⁷² COELHO. op. cit. p. 59.

⁷³ PERIN JÚNIOR. op. cit. 74 p.

O Conselho de Administração tornou-se obrigatório para as companhias abertas com a Lei n. 6.404/76. O órgão em voga possui a competência de supervisão e controle da diretoria, além da fiscalização.

As companhias fechadas podem optar pela criação ou não do Conselho de Administração. Nas Companhias de capital aberto, sociedades de economia mista e sociedades de capital autorizado, entretanto, a existência do Conselho de Administração é obrigatória. (art. 138, § 2º).

São atribuições do Conselho de Administração:

- (i) fixar a orientação geral dos negócios da companhia;
- (ii) eleger e destituir os diretores, fixando-lhes as atribuições, de acordo com o disposto nos Estatutos;
- (iii) exercer amplo poder fiscalizatório;
- (iv) convocar assembléia geral quando julgar conveniente, ou a assembléia ordinária;
- (v) manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria;
- (vi) manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, na forma disposta pelo Estatuto;
- (vii) deliberar sobre a emissão de ações, quando autorizado pelo Estatuto;
- (viii) autorizar a alienação de bens do ativo permanente, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias e obrigações de terceiros, quando o Estatuto autorizar e,
- (ix) escolher e destituir os auditores independentes (Lei das S.As., art. 142).

O Conselho é o órgão de deliberação colegiada composto por, no mínimo, três membros, eleitos pela assembléia geral e destituíveis por ela a qualquer tempo.

COSTA, ao comentar a lealdade do conselheiro destaca:

É importante frisar que a lealdade de conselheiro é devida à empresa e não ao(s) acionista(s) controlador(es). A empresa é que gera empregos e quem gera riquezas. Portanto, a obrigação do conselheiro é a de servir com total lealdade a empresa, comportando-se sempre com plena objetividade, e independência⁷⁴.

O tamanho do Conselho deve ser estabelecido pelo Estatuto. Segundo JENSEN *apud* SILVEIRA, "os Conselhos com mais de sete ou oito membros possuem uma

⁷⁴ COSTA, Roberto Teixeira da. **Conselho de administração: recomendações práticas para seu melhor funcionamento**. 2. ed. Banco Sul América, mar. 1997.7 p.

probabilidade menor de funcionar de forma eficaz, tornando-se mais fáceis de serem controlados pelo diretor executivo”⁷⁵.

YERMACK *apud* SILVEIRA afirma que há uma relação inversa entre o tamanho do Conselho e o valor da empresa, isto é, Conselhos maiores apresentam piores índices financeiros em suas Companhias. Segundo o autor:

"o resultado é robusto para muitos controles, como tamanho da empresa, setor de atuação, posse de ações por parte dos executivos, oportunidades de crescimento e estruturas de Governança alternativas. Empresas com menores conselhos, também apresentam melhores índices financeiros e maiores incentivos ao bom desempenho do diretor executivo, por meio de compensação e ameaça de demissão".⁷⁶

A eleição de um conselheiro se dará em votação própria na assembléia-geral, da qual será excluído o acionista controlador. É necessária a presença da maioria dos titulares, composto por, pelo menos, 15% do capital votante de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito, desde que representem, pelo menos, 10% do capital social.(Art. 141 LSA).

A participação dos acionistas minoritários e preferencialistas na composição do conselho de administração ganhou força com a Lei n. 10.303/2001.

Cumpra notar que, conforme PERIN JÚNIOR, a Lei confere a possibilidade de um membro eleito pelos empregados fazer parte do conselho de administração, incentivando a independência no exercício das funções do administrador de sociedades por ações, dando um novo perfil à composição deste órgão societário e estimulando as regras de Governança Corporativa.⁷⁷

A proteção do acionista minoritário é fundamental para garantir uma boa Governança Corporativa e conseqüentemente para que a sociedade consiga atrair novos investimentos, desempenhando sua função social com mais responsabilidade perante a comunidade na qual está inserida e garantindo a continuidade da empresa.⁷⁸

2.3.3 Comitês Vinculados aos Órgãos

Em questões controversas ou que exigem uma análise mais detalhada, devem ser criados Comitês de Conselho. MAY destaca que, em caráter temporário, reunindo-se recursos

⁷⁵ SILVEIRA, op. cit., 51 p.

⁷⁶ *ibidem*l., 55 p.

⁷⁷ PERIN JUNIOR, op. cit.. 134 p.

⁷⁸ *Ibidem*, 131 p.

humanos altamente qualificados e dissolvendo-se após a execução do projeto, pode ser “uma ferramenta valiosa para aperfeiçoamento e otimização dos recursos empresariais”.⁷⁹

A constituição dos Comitês deve estar prevista no Regimento do Conselho de Administração e no acordo de acionistas da empresa, e além de sua regulamentação e seu escopo definidos e no Regimento Interno, cada Comitê pode possuir com clareza o seu papel de recomendação.

O Regimento Interno do Conselho de Administração pode prever a formação de Comissões para avaliação de assuntos específicos e pontuais, com data para início e término dos trabalhos, aprovadas pelo Conselho de Administração, evitando assim a formação de muitos Comitês.

Entre as principais diferenças entre Comitês e Comissões, ressalta-se que os Comitês devem tratar de assuntos prioritários que exigem acompanhamento durante todo o ano, como por exemplo, a gestão de pessoas (acompanhamento de metas, plano de sucessão etc.), já, as Comissões, devem tratar de assuntos pontuais, não exigem acompanhamento durante o ano todo, como por exemplo, a Comissão de Orçamento ou Comissão para Reestruturação de uma área específica etc.

SILVA, ao comentar sobre a definição dos membros dos Comitês e sua Coordenação pondera que:

A Coordenação dos Comitês deve ser feita por conselheiros independentes, que, com eles, têm o direito de consultar, a expensas das empresas, profissionais externos, como consultores, auditores, advogados, etc.⁸⁰

Para isso, deve-se levar em consideração a experiência pessoal, devido ao teor das questões a serem discutidas, podendo ser prevista a presença de convidados ou especialistas para auxiliar na análise de questões mais específicas, desde que, autorizado pelo regimento interno.

Além de conselheiros independentes, a presença de executivos da Companhia, eventualmente, pode ser utilizada para prestar informações complementares ou esclarecimentos.

Ao estabelecer as definições dos Comitês, devem ser levados em consideração alguns aspectos que lhe permitam cumprir seu objetivo de analisarem algumas matérias específicas.

⁷⁹ MAY, op. cit. 103 p.

⁸⁰ SILVA, André Luiz Carvalhal da. **Governança Corporativa e sucesso empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma**. São Paulo: Saraiva, 2006. 71 p.

Deve-se buscar também que as reuniões dos Comitês não devam transformar-se em reuniões do Conselho de Administração. Apenas assuntos de importância e maior complexidade para os membros do Conselho devem ser levados para análise e recomendação de voto dos Comitês, e as reuniões devem ocorrer quando estritamente necessário.

Os membros participantes dos Conselhos que também sejam membros dos Comitês da Organização não devem receber remuneração extra, salvo, em caso em que se necessite uma atribuição técnica, uma vez que a análise das matérias faz parte de suas atribuições.

A responsabilidade pela deliberação dos Comitês sempre será dos Conselheiros, mesmo havendo não-conselheiros nos Comitês.

Entre os Comitês com maior importância destacam-se o Comitê de Auditoria, o Comitê de Nomeação, o Comitê de Remuneração e o Comitê de Governança Corporativa.

O Comitê de Auditoria deve analisar as demonstrações financeiras, monitorar os controles internos e avaliar o trabalho dos auditores independentes. Conseqüentemente, deve analisar diversos assuntos, como por exemplo: mudança de princípios contábeis, uso de reservas e provisões e métodos de avaliação de risco e os resultados dessa avaliação e falhas significativas nos controles internos.

SILVA indica que o Comitê de Auditoria deve ser composto de três conselheiros, no mínimo, além do conhecimento de finanças, deve-se possuir conhecimento de Contabilidade, buscando sempre reunir-se com o Conselho Fiscal, diretoria executiva e com auditores independentes.⁸¹

O Comitê de Nomeação é responsável por desenvolver o processo de seleção. Esse processo torna-se importante pois deve possuir um caráter de independência inquestionável.

O Comitê de Remuneração, segundo SILVA deve ser:

Forte, responsável pela definição e pela administração de um programa de remuneração executiva eficiente. Seus membros devem ser independentes, experientes e bem informados com o interesse de longo prazo dos acionistas nos assuntos de remuneração e conhecedores dos negócios da empresa e de todos os seus executivos.⁸²

Portanto, os Comitês vinculados devem fazer parte da estrutura da organização com o fim de assessorar os órgãos para a efetividade da Governança Corporativa, mas não

⁸¹ Ibidem. 57 p.

⁸² Ibidem, 72 p.

devem substituir as funções desempenhadas pelo Conselho de Administração ou Conselho Fiscal.

2.3.4 Diretoria

A Diretoria tem o dever de prestar contas sobre o desempenho e a atuação da empresa, pois em conjunto com o Conselho de Administração, a Diretoria forma o órgão de administração da Companhia.

É composta por dois ou mais diretores, escolhidos pelo Conselho de Administração, seguindo sempre o estabelecido pelo Estatuto que deve estabelecer o número de diretores, ou então, estabelecer limites máximo e mínimo, o modo da substituição da Diretoria, o prazo de gestão, nunca superior a três anos, permitida a reeleição e as atribuições e deveres de cada administrador.

Organizações que não apresentem Conselho de Administração, cabe à Diretoria desempenhar todas as funções executivas, ao contrário das organizações que possuam um Conselho de Administração estabelecido, pois caberá à Diretoria administrar a sociedade de acordo com as orientações estabelecidas.

A empresa deve se pautar pela transparência na gestão, através da divulgação constante de informações a todos os interessados e a remuneração e participação dos diretores devem ser divulgadas no relatório anual da empresa.

A Diretoria possui deveres perante as organizações, deveres estes, também compartilhados com o Conselho de Administração. Entre os deveres mais importantes estão o dever de diligência, de lealdade, e o de informar.

Com o objetivo de não prejudicar a Companhia, a Diretoria deve utilizar-se de todo o cuidado e diligência possíveis. Portanto, todos os atos devem conter o dever de diligência (art.153 e 154, LSA), com base nos interesses das Companhias, do bem público e da função social da organização.

Para evitar que informações privilegiadas que são inerentes ao cargo de Diretoria, todos os atos devem se valer do dever de lealdade (art. 155 e 156, LSA). Assim sendo, esse ato, visa a coibir que o cargo seja utilizado para que segredos dos negócios sejam empregados para obter para si ou para outrem vantagens indevidas.

Além do dever de diligência e do dever de lealdade ocorre ainda o dever de informar (art.157, LSA). Esse dever visa que membros da Diretoria informem imediatamente às Bolsas de

Valores ou entidades do Mercado de balcão organizado, nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias nas Companhias.

Esta exigência foi reformada pela Lei n. 10.303/01, ao acrescentar ao referido art. 157, LSA, o parágrafo 6º. No mesmo sentido, dispõe o art. 116-A, LSA, também introduzido pela reforma societária de 2001, atribuindo igual dever de informar aos que elegeram os membros do Conselho de Administração e Fiscal.

A Diretoria deve buscar a clareza, e assegurar que princípios como a transparência sejam efetivados através da objetividade das informações, por meio de linguagem acessível ao público-alvo em todos os informativos da empresa.

A consecução do princípio da prestação de contas também recai sobre a diretoria, pois a preparação do relatório anual é de responsabilidade da mesma.

A Diretoria deve promover a equidade e reduzir os custos de agência ao facilitar o acesso dos membros do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal às instalações da companhia e às informações, aos arquivos e documentos necessários ao desempenho de suas funções.

2.3.5 Conselho Fiscal

O Conselho Fiscal deve fiscalizar os atos dos administradores e verificar o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários, já que funciona como um controle independente para os proprietários, com o objetivo de cuidar dos interesses dos acionistas majoritários e minoritários.⁸³

Composto por três a cinco membros, o Conselho Fiscal pode ser formado por acionistas ou não, sempre eleitos em assembléia-geral. Vale ressaltar que os detentores de ação preferencial sem direito a voto ou com voto restrito, terão o direito de eleger em votação própria um Conselheiro Fiscal.

Segundo o artigo 163 da Lei n. 6404/76, reformado pela Lei n. 10303/01, compete ao Conselho Fiscal:

Art. 163. Compete ao Conselho Fiscal:

⁸³ SILVA, André Luiz Carvalhal da. **Governança Corporativa e sucesso empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma**. São Paulo: Saraiva, 2006. 40 p.

- I - fiscalizar, por qualquer de seus membros, os atos dos administradores e verificar o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários;
- II - opinar sobre o relatório anual da administração, fazendo constar do seu parecer as informações complementares que julgar necessárias ou úteis à deliberação da assembleia-geral;
- III - opinar sobre as propostas dos órgãos da administração, a serem submetidas à assembleia-geral, relativas à modificação do capital social, emissão de debêntures ou bônus de subscrição, planos de investimento ou orçamentos de capital, distribuição de dividendos, transformação, incorporação, fusão ou cisão;
- IV - denunciar, por qualquer de seus membros, aos órgãos de administração e, se estes não tomarem as providências necessárias para a proteção dos interesses da companhia, à assembleia-geral, os erros, fraudes ou crimes que descobrirem, e sugerir providências úteis à companhia;
- V - convocar a assembleia-geral ordinária, se os órgãos da administração retardarem por mais de 1 (um) mês essa convocação, e a extraordinária, sempre que ocorrerem motivos graves ou urgentes, incluindo na agenda das assembleias as matérias que considerarem necessárias;
- VI - analisar, ao menos trimestralmente, o balancete e demais demonstrações financeiras elaboradas periodicamente pela companhia e,
- VII - examinar as demonstrações financeiras do exercício social e sobre elas opinar;
- VIII - exercer essas atribuições, durante a liquidação, tendo em vista as disposições especiais que a regulam.

Para alcançar esses objetivos, os acionistas controladores têm o direito de escolher a maioria dos conselheiros fiscais. Os membros do Conselho Fiscal têm os mesmos deveres dos administradores, logo, respondem pelos danos resultantes de omissão no cumprimento de seus deveres ou atos praticados com dolo ou culpa.

O bom funcionamento de um Conselho Fiscal depende, em grande parte, do relacionamento deste Conselho perante outros órgãos societários e comitês vinculados, como por exemplo, o Comitê de Auditoria, auditores independentes e com os sócios.

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, a responsabilidade dos conselheiros é com a sociedade e não com quem indicou para tal cargo, portanto, a atuação de um conselheiro fiscal deve primar pela independência, equidade, confidencialidade e transparência.

Por ser um instrumento de fiscalização definido pelo Conselho de Administração o Conselho Fiscal não substitui o Comitê de Auditoria. Enquanto o Comitê de Auditoria é

instrumento de fiscalização com atribuições definidas pelos sócios, o Conselho Fiscal, por outro lado, é órgão de controle com funções delegadas pelo Conselho de Administração.

A existência de funções iguais exercidas por órgãos diferentes deve ser evitada, situação em que os dois órgãos devem coordenar suas atividades. É recomendável que esses órgãos tenham reuniões conjuntas, com eventual participação dos auditores independentes.⁸⁴

Perante os auditores independentes, o Conselho Fiscal deve acompanhar o seu relacionamento com a administração. O IBGC, ao comentar esse relacionamento destaca que:

Os auditores devem comparecer às reuniões do Conselho Fiscal sempre que isso for solicitado por seus membros, para prestar informações relacionadas ao seu trabalho. Conselho Fiscal e auditores independentes devem buscar uma agenda de trabalho produtiva e mutuamente benéfica.

A administração não poderá obstruir ou dificultar a comunicação entre quaisquer membros do Conselho Fiscal e os auditores independentes. A administração deve, inclusive, disponibilizar aos membros do Conselho Fiscal relatórios e recomendações emitidos por auditores independentes ou outros peritos.⁸⁵

O Conselho Fiscal deve estar familiarizado com o trabalho da Auditoria interna, em cooperação com o Comitê de Auditoria. O Conselho de Administração poderá ainda determinar a existência de canais de comunicação entre a Auditoria interna e o Conselho Fiscal, sempre visando a garantir o monitoramento de todas as atividades da sociedade.

A remuneração desse órgão societário deve ser adequada à responsabilidade exigida e à qualificação necessárias para o exercício da função, a fim de alcançar os objetivos propostos para um Conselho Fiscal eficiente.

PERIN JÚNIOR, expõe que a nomeação de um conselheiro fiscal representando os minoritários favorece os melhores princípios da Governança Corporativa, pois beneficia a fiscalização da execução pela Diretoria, das decisões tomadas pelo Conselho de Administração:

Nesse sentido, um Conselho Fiscal permanente, composto por membros independentes de acionistas e administradores, com uma remuneração adequada e suscetível a sanções em caso de negligência, seria fundamental para um sistema de controle dos atos de gestão da sociedade, protegendo o acionista – especialmente o minoritário – e a companhia como um todo. Entretanto, temos visto que esse órgão não é quase usado nas companhias brasileiras, adquirindo maior relevância a auditoria independente.⁸⁶

Portanto, o Conselho Fiscal deve ser visto como uma das ferramentas que visam agregar valor para a sociedade, agindo como um controle independente para os sócios.

⁸⁴ IBGC, Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa, p. 40.

⁸⁵ Ibidem

⁸⁶ PERIN JÚNIOR, op. cit., 75 p.

2.3.6 Auditoria Independente

Além do Conselho Fiscal, as demonstrações financeiras de toda organização que preze pelas boas práticas da Governança Corporativa deve apresentar uma Auditoria Externa Independente. O plano de trabalho de uma Auditoria Independente deve ser estabelecido pelo Conselho de Administração ou pelo Comitê de Auditoria, assim como os honorários dos auditores independentes.⁸⁷

A Comissão de Valores Mobiliários exige rotatividade do auditor independente a cada cinco anos e seus contratos devem possuir um período pré-determinado, e, segundo SILVA, deve abordar os seguintes pontos: “discussão das políticas contábeis, casos de discordâncias com a Diretoria, deficiências relevantes e falhas significativas nos controles e na avaliação de riscos e de possíveis fraudes.”⁸⁸

Atualmente, a Auditoria Independente está passando por diversas transformações em consequência do cenário que atravessa o capitalismo e dos escândalos de grandes corporações.

Segundo MANDI, uma das modificações normativas que afetou a classe dos auditores no Brasil, com o objetivo de propiciar maior independência nos serviços, foi a Instrução CVM nº. 308 pois dá tratamento à rotatividade dos auditores⁸⁹.

O Auditor Independente, de acordo com o artigo 31, da referida Instrução, não pode prestar serviços para um mesmo cliente, por prazo superior a cinco anos consecutivos, contados a partir da data desta Instrução, exigindo-se um intervalo mínimo de três anos para a sua recontração.

Portanto, o Conselho Fiscal e o Auditor Independente devem ser vistos como uma das ferramentas que visam a agregar valor para a sociedade, agindo como um controle independente para os sócios.

Além do controle independente, o Conselho Fiscal serve como instrumento legal de implementação de uma política ativa de boas práticas de Governança Corporativa direcionada, especialmente, para a transparência e controle dos atos internos da companhia,

⁸⁷ SILVA, André Luiz Carvalhal da. **Governança Corporativa e sucesso empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma**. São Paulo: Saraiva, 2006. 76 p.

⁸⁸ Idem

⁸⁹ MANDI, Carolina. **CVM começa a avaliar o resultado da troca de auditor**. Valor Online, ago, 2006. Disponível em: <<http://www.valoronline.com.br/valoreconomico/285/empresasetecnologia/empresas/CVM>>. Acesso em: 28 maio 2008.

isso quando o órgão e os seus membros atenderem a requisitos e regras de funcionamento que assegurem a efetividade de sua atuação e, especialmente, sua independência.

Conclui-se após analisar a estrutura dos órgãos societários, que a dualidade de órgãos de administração (diretoria e conselho de administração), com competências específicas e indelegáveis, permite a separação entre as funções de estratégia e implementação, e as de ratificação e monitoramento.

A dualidade entre diretoria e conselho de administração, como visto, é essencial para equacionar o problema de agência. Portanto, a representação da companhia perante terceiros constitui atribuição exclusiva da diretoria, o conselho de administração funciona como órgão de deliberação colegiada.

Conquanto importante, a existência do conselho de administração somente é obrigatória nas companhias abertas, de capital autorizado e nas sociedades de economia mista. A presença de interesses institucionais nas companhias abertas, assim como nas empresas estatais com acionistas privados, justifica a estrutura organizativa mais sofisticada. Dessa forma, as questões administrativas mais complexas não ficam na alçada exclusiva da diretoria e podem ser compartilhadas com órgão colegiado dotado de maior especialização técnica.

Por sua vez, as companhias fechadas que não adotarem o regime de capital autorizado podem dispensar o conselho de administração e funcionar apenas com a diretoria. A solução simplificadora da Lei n. 6404/76 parte da premissa de que as companhias fechadas configuram negócios jurídicos privados, em que a proteção do interesse dos acionistas minoritários pode ser alcançada pela via contratual ou estatutária, sendo menos relevante a imposição de estrutura de Governança baseada na dualidade de órgãos de administração.

Nesse particular, a postura do legislador brasileiro afigura-se conflitante com as melhores práticas de Governança Corporativa, parecendo ainda desconhecer que a participação em companhia fechada não decorre sempre do ato de vontade do acionista, mas pode ter origem em sucessão *causa mortis*.

No próximo capítulo serão analisados os sistemas normativos da Governança Corporativa que influenciam as sociedades anônimas, com especial destaque para os dispositivos de regulação administrativa da Comissão de Valores Mobiliários, da auto-regulação exercida pela BOVESPA, além da positivação legal encontrada na Lei das Sociedades Anônimas n. 6404 de 1976 e das inovações trazidas pela Lei n. 10303 de 2001 no que diz respeito à fiscalização da gestão dos negócios, direito de retirada em conjunto, transparência, equidade entre outros. .

CAPÍTULO 3 – GOVERNANÇA CORPORATIVA E SISTEMAS NORMATIVOS

O aprimoramento dos processos de Governança Corporativa em nosso meio conta com louváveis iniciativas, como por exemplo: os esforços de regulação da Comissão de Valores Mobiliários através de suas instruções normativas, as inovações trazidas pela Lei 10.303/01, a introdução de níveis diferenciados de Governança Corporativa pela BOVESPA e o ativismo do IBGC.

Por sua importância, serão analisados neste capítulo as iniciativas das instruções normativas da CVM, dos níveis diferenciados de Governança da BOVESPA, exemplos suficientemente ilustrativos da importância e do papel que a regulação administrativa e a auto-regulação têm para o processo evolutivo dos mecanismos de Governança Corporativa no Brasil.

Por ser um sistema propagador de valores, a Governança Corporativa, apesar de ser matéria interdisciplinar, pertinente a diversos campos de estudo, aproxima-se do Direito, pois muitas vezes a atuação jurídica é a responsável ou pelo aprimoramento de determinados mecanismos de Governança, ou pela difusão de seus princípios norteadores e sob esse enfoque será analisada a Governança Corporativa através da legislação pátria.

Dessa forma além das inovações estritamente legislativas, serão analisados esforços reguladores importantes para a Governança Corporativa nas Sociedades Anônimas. Ao final, dentro do atual momento de incertezas, serão indicadas as possíveis perspectivas para a Governança Corporativa após a crise internacional.

3.1 CLASSIFICAÇÃO DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

Nos Estados Unidos, a abertura de capital social e a constituição dos grandes grupos empresariais deram ensejo ao acesso do proletariado americano, através dos fundos de pensão, à propriedade das ações das companhias. Essa diluição do capital acionário viabilizou a democratização das sociedades anônimas, com a imposição de limitações ao poder de controle das empresas e a exigência de proteção aos acionistas minoritários, o que acarretou maior liquidez e credibilidade ao mercado, que confiante aumentou os investimentos.

A captação de recursos no mercado de ações é muito menos onerosa e permite a diluição dos riscos da empresa que os partilha com o mercado investidor. O mercado de capitais do Brasil nada mais é, pois, que o reflexo das condições do nosso contexto político-econômico vigente.

Dessa forma a Governança Corporativa exige adaptações para permitir a adequação do instituto a nossa realidade, tanto nas sociedades anônimas abertas, quanto nas fechadas

O art. 4º da Lei das Sociedades Anônimas (LSA) especifica a classificação das sociedades anônimas em duas: sociedade anônima de capital aberto e sociedade anônima de capital fechado. Esta classificação é dada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação em Bolsa ou no mercado de balcão. Entende-se por valores mobiliários todos os papéis emitidos pelas sociedades anônimas para obtenção de recursos financeiros no mercado.

Segundo ULHÔA, a sociedade anônima “é a sociedade empresarial com capital social dividido em ações, espécie de valor mobiliário, na qual os sócios, chamados acionistas, respondem pelas obrigações sociais até o limite do preço de emissão das ações que possuem.”

ULHÔA ao explicar o valor mobiliário e sua representação perante o capital social pondera que:

[...] é difícil compreender imediatamente seu conceito em vista dos diferentes conceitos em que se baseia. Valor mobiliário é um instituto jurídico cuja base são os títulos de crédito. O conjunto de valores mobiliários representa o capital social da sociedade anônima, referente à contribuição dada pelos sócios para que ela possa desenvolver sua atividade e que se divide na forma de ações. O preço de emissão é um dos valores que podem ser atribuídos à ação e representa a medida da responsabilidade do sócio pelas obrigações sociais.⁹⁰

REQUIÃO, ao tratar o capital social e a responsabilidade dos sócios como elementos próprios da sociedade anônima, pondera que:

Desse enunciado legal, podemos extrair os dois elementos que caracterizam a sociedade anônima: a) capital social dividido em ações; b) responsabilidade dos sócios limitada ao preço de emissão das ações. Forma-se com, no mínimo, dois sócios. A cada sócio da sociedade anônima dá-se o nome de acionista.⁹¹

A classificação das sociedades anônimas é fundamental para o direito societário e atende às necessidades de um modelo de organização empresarial que permita a reunião de uma grande quantidade de capital.

⁹⁰ ULHÔA, op. cit. p. 64.

⁹¹ REQUIÃO, op. cit. p. 2.

ULHÔA, entende que “há atividades tão grandes que necessitam de uma vasta quantidade de recursos e cuja exploração depende de um mecanismo jurídico que viabilize assim, a captação de tais recursos junto aos investidores.”⁹²

REQUIÃO, ao classificar as sociedades anônimas nos esclarece que:

As sociedades anônimas dividem-se em sociedades anônimas de capital aberto e sociedades anônimas de capital fechado. Tal distinção é feita pelo art. 4º da Lei de Sociedades Anônimas (LSA). A Companhia é aberta ou fechada, segundo esse art. conforme seus valores mobiliários (papéis emitidos pelas Companhias para captação de recursos financeiros) sejam ou não passíveis de negociação na Bolsa de Valores ou no Mercado de balcão.⁹³

Não é qualquer sociedade anônima que pode negociar suas ações, como explica REQUIÃO, ao citar o § 1º do art. 4º da LSA: “somente as ações de sociedades registradas na CVM (Comissão de Valores Mobiliários) é que podem ser negociadas no Mercado de valores mobiliários. É obvio que a CVM só registrará as ações que obedecerem aos requisitos e formalidades estabelecidos por ela.”⁹⁴

Para ULHÔA, outra distinção possível

Reside na liquidez (facilidade de conversão em dinheiro) das ações. Para ele, as ações de companhias abertas têm muito mais liquidez do que as da fechada, por vários motivos. Entre eles, podemos citar o fato de as ações abertas serem negociadas em Bolsa de Valores, o que aumenta a chance de se encontrar compradores. Também influi a necessidade de procedimentos contábeis e de avaliação de ativos que são legalmente necessários para a venda de ações de companhia fechada, o que não ocorre nas ações abertas.⁹⁵

Independentemente da característica de capital diluído ou controle concentrado, a regra mais importante sobre boa Governança Corporativa é o da igualdade de direitos patrimoniais e políticos para todas as ações da mesma companhia. Isto porque a existência de diferentes espécies e classes de ações gera conflitos e contribui para desalinhar os interesses dos acionistas.

O ideal portanto, é que a companhia somente emita ações ordinárias com direito a voto, abolindo o uso de mecanismos de consolidação do controle acionário, em que o poder de voto é proporcionalmente maior em relação a participação de capital, como por exemplo ações preferenciais não votantes,

⁹² ULHOA, op. cit. p. 65.

⁹³ REQUIÃO, op. cit. p. 32.

⁹⁴ REQUIÃO, op. cit. p. 32.

⁹⁵ ULHOA, op. cit., p. 66-70.

Além do fortalecimento dos órgãos societários, é importante que a lei contenha mecanismos para assegurar as boas práticas da Governança Corporativa.

3.2 A GOVERNANÇA CORPORATIVA NA LEI DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS, ALTERADA PELA LEI 10303/01

Segundo BETTARELLO, a concepção dos autores do Projeto foi de fortalecer o mercado de capitais brasileiro como forma de inserção competitiva do país e de seus agentes em um novo ambiente corporativo global.⁹⁶

A Governança Corporativa já poderia ser encontrada na melhor distribuição de poderes e na independência entre os órgãos de uma sociedade anônima na Lei 6.404/76. Princípios de transparência e equidade, de acordo com GARCIA e SOUZA, já eram focados através da importância da função da sociedade anônima na comunidade em que atua, atribuindo ao controlador a responsabilidade pela consecução do bem comum.⁹⁷

Assim, no artigo 109, encontram-se direitos que fundamentam a Governança Corporativa na Lei das Sociedades Anônimas sob a participação dos lucros sociais e a fiscalização da gestão dos negócios sociais.

Ao participar nos resultados sociais, o acionista tem o direito de participar nos lucros sociais da Companhia, recebendo por direito seus dividendos, bem como, o direito de participar do acervo da Companhia, em caso de liquidação. (art.109, I e II).

Já para a fiscalização da gestão dos negócios sociais: como prelecionava MIRANDA VALVERDE apud ALMEIDA: “O acionista tem sempre o direito de exigir, quer para defender os seus próprios interesses, quer para defender os interesses comuns a todos os acionistas, que a sociedade funcione regularmente, dentro da Lei e dos Estatutos, para a consecução dos seus objetivos.”⁹⁸ Para tanto, a legislação prevê formas de fiscalização direta (ex: exibição dos livros sociais aos acionistas nos termos do art. 105, LSA) e indireta (ex: conselho fiscal) dos negócios sociais.

Outro traço de Normatividade encontra-se no retorno do direito de recesso em certas hipóteses, conhecido em inglês como *tag along*⁹⁹. A Lei 10.303/01 inseriu o *tag along*

⁹⁶ BETTARELLO, op. cit., p.92.

⁹⁷ Garcia e Souza, Thelma de Mesquita. **Governança Corporativa e o conflito de interesses nas sociedades anônimas**. São Paulo: Atlas, 2005. 90 p.

⁹⁸ ALMEIDA, Amador Paes de. **Manual das Sociedades Comerciais**. 10. ed. São Paulo.Saraiva, 1998. 237 p.

⁹⁹ A palavra *tag* pode ser traduzida como “etiqueta”, “adesivo” e como o verbo “etiquetar”; por isso, muitos profissionais têm traduzido *tag along* como sendo o “direito de adesão à venda do controle”, solução satisfatória sob o ponto de vista jurídico.

para os investidores não controladores titulares de ações ordinárias, limitado em 80% do valor recebido pelos acionistas controladores.

Vale ressaltar que, segundo a Associação Nacional de Investidores do Mercado de Capitais – ANIMEC, surge dessa redação do *tag along* uma diferenciação entre os acionistas, algo contrário à boa prática da Governança Corporativa, segue o comentário: “é incompreensível que ações de um mesmo tipo (ordinárias), tenham direitos diferentes (os antigos controladores recebem 100% e os minoritários recebem apenas 80% do valor pago pelos novos controladores).

Quando a empresa necessitou dos recursos para investimentos, o dinheiro dos minoritários tinha exatamente o mesmo valor que o dos controladores. Pergunta que deve ser feita é por que, no caso da venda do controle, o acionista deve receber apenas 80%? ¹⁰⁰

A lei passou a distinguir, para efeitos de *tag along* entre ações com direito a voto e ações sem direito a voto. O mecanismo de alienação do controle, de que dão notícias os artigos. 254 a 263 da Lei n. 6.404/76, passou, por conseguinte, a considerar apenas nessas operações os acionistas com direito a voto.

Os acionistas sem direito a voto, como acionistas preferenciais, não foram e não são considerados por ocasião da alienação do controle, salvo previsão estatutária. Dessa forma a minoria e a maioria de que se deve cogitar, nas hipóteses de alienação e aquisição de controle, são as que detêm o direito de voto, prática essa contrária a Governança Corporativa.

Entre as principais inovações trazidas pela reforma da Lei das Sociedades anônimas, algumas foram inspiradas nos princípios da Governança Corporativa, como por exemplo, a redução para 50% a proporção entre ações ordinárias e preferenciais, garantindo maior representatividade do capital social em ações com direito a voto, e aumentando a quantidade de ações necessárias ao exercício do controle. (art. 15, § 2º).

A reforma atribui aos preferencialistas sem direito a voto e detentores de 10% do capital social, o direito de eleger um membro do Conselho de Administração, assim como aos minoritários que representem 15% do total das ações com direito a voto (art. 141, § 5º), possibilitando assim, a efetivação do princípio da equidade.

Impondo mais transparência às relações societárias a Lei n. 10.303/2001 exige que seja comunicada à Comissão de Valores Mobiliários e às Bolsas de Valores a aquisição ou

¹⁰⁰ G. M. RODRIGUEZ. A Lei das S/A Frente às Boas Práticas de Governança Corporativa. Revista Relações com Investidores, n. 89, jul. 2005.

alienação das ações do controlador ou do grupo de minoritários capaz de eleger membro do Conselho Fiscal ou de Administração.

Entretanto, conforme expõe GARCIA e SOUZA, as novas regras que impõem mais transparência à administração societária e prevêm a participação dos minoritários no Conselho, não obtém sucesso no que diz respeito a efetiva co-participação nas decisões sociais, senão, vejamos:

Em síntese, na tutela dos interesses dos minoritários, a nova lei lhes garante maior informação, o que facilita o monitoramento da administração da companhia, e lhes assegura o direito de saída conjunta. Porém, a proteção legal aos minoritários, indispensável para estimular o desenvolvimento do mercado acionário, se resume nisso.¹⁰¹

Por conseguinte, baseado em GARCIA e SOUZA, pode-se afirmar que a reforma, apesar de ter incorporado alguns princípios da Governança Corporativa, poderia ter maior efetividade na solução de conflitos, à proteção dos minoritários e à independência dos órgãos da Companhia.¹⁰²

Além da Lei n.10.303, que reformou a Lei das Sociedades Anônimas de n. 6.404/76, ressalta-se a Lei n. 10.411 de 26.02.2003, que fortaleceu a Comissão de Valores Mobiliários, estabelecendo o status de agência reguladora autônoma, ampliando a sua competência e permitindo-lhe uma atuação mais dinâmica.¹⁰³

3.3 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) foi criada pela lei n. 6385/76 para auxiliar no controle, disciplina, normatização e fiscalização do funcionamento do mercado de valores mobiliários. Integram o mercado de valores mobiliários, as Companhias abertas, os intermediários financeiros e os investidores, além de outros, cuja atividade gira em torno desse universo principal.¹⁰⁴

Faz parte da competência da CVM disciplinar, as seguintes matérias¹⁰⁵:

- Registro de Companhias abertas;

¹⁰¹ Garcia e Souza, *ibidem*. 94 p.

¹⁰² *ibidem*. 97 p.

¹⁰³ WALD, Arnold. O Direito de Voto dos Acionistas e o Poder Deliberativo dos Membros do Conselho de Administração: um Paralelo. Revista de Direito Empresarial IBMEC. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2003. 39 p.

¹⁰⁴ Material disponível no site < <http://www.cvm.gov.br/Port/Acvm/Index2.asp>> acesso em 15 de dezembro de 2008.

¹⁰⁵ *ibidem*

- Registro de distribuições de valores mobiliários;
- Credenciamento de auditores independentes e administradores de carteiras de valores mobiliários;
- Organização, funcionamento e operações das Bolsas de Valores;
- Negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários;
- Administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários e,
- Suspensão ou cancelamento de registros, credenciamentos ou autorizações;
- Suspensão de emissão, distribuição ou negociação de determinado valor mobiliário ou decretar recesso de Bolsa de Valores.

Por conseguinte, a Comissão de Valores Mobiliários deverá evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários negociados no mercado; proteger os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e atos ilegais de administradores e acionistas controladores de Companhias ou de administradores de carteira de valores mobiliários; assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de Bolsa e de balcão; promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social das Companhias abertas; assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e as Companhias que os tenham emitido; estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários.¹⁰⁶

Aspecto importante reside na transparência das informações prestadas à CVM, essas informações, fornecidas periodicamente por todas as Companhias abertas, podem influenciar na decisão do investidor.

A Lei atribui à CVM competência para apurar, julgar e punir irregularidades eventualmente cometidas no Mercado. Esse processo de competência da CVM pode iniciar com um inquérito administrativo, para recolher informações e prosseguir com depoimentos e reunião de provas, com o objetivo de diagnosticar o responsável dos atos nocivos ao mercado mobiliário¹⁰⁷.

A atividade de fiscalização da CVM realiza-se pelo acompanhamento da veiculação de informações relativas ao Mercado, às pessoas que dele participam e aos valores mobiliários negociados. Dessa forma, podem ser efetuadas inspeções destinadas à apuração de fatos específicos sobre o desempenho das empresas e dos negócios com valores mobiliários.

¹⁰⁶ idem

¹⁰⁷ idem

OKSENBERG *apud* BETTARELLO destaca que apurar fatos e fiscalizar as atuações do mercado mobiliário não é recente:

Desde a sua criação, em 1976, a CVM tem editado diversos normativos, denominados Instruções, por meio dos quais previne o mercado de abusos dos acionistas controladores e dos administradores de Companhias de capital aberto. No que se refere à proteção dos acionistas e buscando criar práticas de boa Governança Corporativa, podemos destacar as seguintes Instruções editadas pela CVM: 31/80, que obriga as Companhias a publicarem fatos relevantes, tais como: aumento de capital, eleição de novos diretores, dentre outros; 202/93, que regula o registro de Companhia aberta e obriga a eleição de um diretor de relações com os investidores; 229/95 e 345/2000, que dispõem sobre o cancelamento do registro de Companhia de capital aberto na CVM; 299/99, que dispõe sobre divulgação de informações na alienação de controle acionário e no aumento de participação de acionistas controladores.¹⁰⁸

Há que se fazer porém, uma diferenciação entre as condições econômicas à época da implementação da legislação em vigor, de 1976, e o cenário atual.

As atividades produtivas na época da instalação da Comissão de Valores Imobiliários estavam voltadas pra o Mercado Interno. O Estado brasileiro possuía na época do “milagre econômico” capacidade de se endividar e, ao mesmo tempo, prover créditos subsidiados para as empresas.

Em uma época em que a concorrência era restrita ao mercado nacional, as empresas estavam protegidas da concorrência estrangeira, as Companhias ainda possuíam liberdade para impor margens de lucros que lhes garantiam autofinanciar-se com facilidade.

Dessa forma, a Comissão de Valores Mobiliários, através de suas Instruções busca prevenir o mercado de abusos dos acionistas controladores e dos administradores de companhias de capital aberto, fomentando assim as práticas da Governança Corporativa.

Ultrapassado a conceituação da sociedade anônima, além de uma visão sobre a Comissão de Valores Mobiliários e sua regulação administrativa, os próximos tópicos têm por objetivo analisar a auto-regulação e traçar as perspectivas da Governança Corporativa no Brasil, com especial destaque para o Novo Mercado da BOVESPA.

3.4. COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO

A estrutura de propriedade e controle de Companhias de capital aberto no Brasil caracterizam-se pela forte concentração de controle e grande potencial para a expropriação dos acionistas minoritários.¹⁰⁹

¹⁰⁸, Cláudio M. **Governança Corporativa - O poder de controle na sociedade anônima**. Monografia apresentada ao Departamento de Direito da PUC. Rio de Janeiro, 2000. 54 p.

¹⁰⁹ SILVA, André Luiz Carvalhal da. **Governança Corporativa e sucesso empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma**. São Paulo: Saraiva, 2006.. 81 p.

Diverso do caso brasileiro, no modelo norte-americano predomina a companhia sem controlador definido em que o poder real de comando as atividades empresariais é exercido pelos administradores. Os administradores, por sua vez, passam a contar com a passividade dos acionistas dispersos e desarticulados.

GARCIA E SOUZA analisa que no caso de elevada dispersão do capital social e inexistência de acionista controlador definido, os vínculos entre os administradores e os acionistas ficam bastante tênues, a ponto de os primeiros sentirem-se descompromissados em agir prioritariamente no interesse dos segundos.¹¹⁰

No contexto de controle concentrado, os administradores perdem grande parte de sua independência funcional e autonomia decisória para definir as prioridades estratégicas da companhia e os meios que serão empregados para alcançá-las.

A ruptura entre o administrador e o controlador costuma ocorrer quando o acionistas controlador tenta impor aos administradores alguma conduta que extrapola o parâmetro da legalidade. Neste caso, poderá tornar os administradores pessoalmente responsáveis pelos prejuízos causados à companhia e aos demais acionistas.

O potencial conflito entre o controlador e os minoritários é caracterizado pela constante ameaça do primeiro apropriar-se de recursos pertencentes à companhia em seu proveito exclusivo, com a conseqüente espoliação dos demais acionistas.¹¹¹

Outros fatores que prejudicam as empresas de capital aberto são os altos juros que estão relacionados com a política macroeconômica adotada pelo governo brasileiro de atrair capitais, cobrindo o Risco Brasil e o Risco de Câmbio.

Portanto, a rentabilidade dos papéis brasileiros transacionados em moeda nacional deve ser muito maior do que a de títulos existentes nos mercados externos transacionados em moeda forte para que os capitais em busca de aplicações mais líquidas ingressem no país.¹¹²

A existência de papéis mais atrativos para investidores internacionais e para os nacionais, afasta-os do Mercado e levam as empresas nacionais a preferirem lançar ADRs. ADRs são títulos em moeda forte, que são preferíveis dos investidores internacionais. A opção dos investidores internacionais por títulos nacionais só é factível se os mesmos oferecem rentabilidade maior que os títulos em moeda forte, “ou nem assim em determinados momentos” (épocas de crises e aperto de liquidez internacional).¹¹³

¹¹⁰ GARCIA E SOUZA, op. cit. 82-83 p.

¹¹¹ GARCIA E SOUZA, op. cit. 84 p.

¹¹² VIEIRA, Edson Roberto; CORRÊA, Vanessa Petrelli. **Mercado de Capitais e Governança corporativa no Brasil: Reflexões sobre os movimentos recentes**. Anais do VII Encontro de Economia do Nordeste, 2002. 23 p.

¹¹³ Idem

Concluindo a análise dos autores:

(...) mesmo considerando a adoção das boas práticas de Governança, isto não muda a estrutura de propriedade concentrada do Mercado; não muda o perfil de menor porte das empresas; não muda o fato de que os papéis lançados têm que concorrer com papéis que oferecem altíssima rentabilidade internamente.¹¹⁴

As companhias com ações negociadas em bolsa de valores oferecem uma série de vantagens para os acionistas minoritários, a começar pela liquidez do investimento decorrente da facilidade da venda em mercado. Por outro lado, a exigência de maior transparência e divulgação de informações permite o monitoramento das atividades da companhia pelo mercado acionário, reforçado pela atuação sancionatória da Comissão de Valores mobiliários.

Além de coibir o problema de expropriação, a Governança Corporativa busca assegurar o mesmo tratamento a todos os acionistas, especialmente por ocasião da alienação do controle acionário.

Atualmente existem o mercado tradicional, com regras de listagem definidas em lei e reguladas pela CVM, o mercado diferenciado para listagem de empresas Nível 1, o mercado diferenciado para listagem de empresas Nível 2, e o NOVO MERCADO.

Assim, a ação auto-regulatória da BOVESPA na prática separou as companhias que se sujeitam apenas às regras legais e à regulação administrativa da CVM, daquelas que optam por se sujeitarem também as regras de auto-regulação.

Na sequência do trabalho serão analisados os Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa, além do NOVO MERCADO da BOVESPA.

3.4.1 O Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa

A definição de Novo Mercado, segundo a BOVESPA, caracteriza-se como “um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de Governança Corporativa e transparência adicionais em relação ao que é exigido pela legislação.”¹¹⁵

O que motivou a BOVESPA a criar, a partir de dezembro de 2000, o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, foi a possibilidade da redução da assimetria informacional entre investidores e empresas, fazendo com que as empresas

¹¹⁴ Ibidem. p.24

¹¹⁵ BOVESPA, Regulamento do Novo Mercado, disponível em < <http://www.bovespa.com.br/pdf/RegulamentoNMercado.pdf> > acesso em 15 de dezembro de 2008.

adotassem novas regras, que resultaram em uma maior transparência quanto à divulgação de suas informações.¹¹⁶

Os níveis diferenciados de Governança Corporativa são definidos como: “um conjunto de normas de conduta para empresas, administradores e controladores considerados importantes para uma boa valorização das ações e outros ativos emitidos pela Companhia”.¹¹⁷

Em função da importância da boa Governança para o desenvolvimento do mercado acionário, a BOVESPA introduziu recomendações e mecanismos de adesão voluntária com práticas de Governança mais rígidas do que previsto na legislação.

Apesar da adesão às listagens diferenciadas ser voluntária, a partir do momento que determinada companhia opta por fazê-lo, vincula-se às regras estabelecidas pela BOVESPA.

Empresas que possuem a intenção de iniciar o processo de abertura de capital devem se voltar para o NOVO MERCADO, já, o Nível 2, é voltado às empresas que já possuem ações preferenciais negociadas na BOVESPA, porém, ainda sem condições de convertê-las em ordinárias, isto é, com direito a voto.

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa:

Basicamente, o segmento de Nível 1, caracteriza-se por exigir práticas adicionais de liquidez das ações e transparência. Enquanto o Nível 2, tem por obrigação práticas adicionais relativas aos direitos dos acionistas e Conselho de Administração. O Novo Mercado, por fim, diferencia-se do Nível 2 pela exigência para emissão exclusiva de ações com direito a voto. Estes dois últimos apresentam como resultado esperado, a redução das incertezas no processo de avaliação, investimento e de risco; o aumento de investidores interessados; e, conseqüentemente, o fortalecimento do mercado acionário. Resultados que trazem benefícios para investidores, empresa, Mercado e Brasil.¹¹⁸

Os Níveis Diferenciados e o Novo Mercado ampliam a proteção ao investidor uma vez que as empresas ficam comprometidas com boas práticas de Governança e, conseqüentemente, oferecem riscos inferiores.

A adesão às práticas diferenciadas de Governança Corporativa implica a assinatura do contrato de adesão pertinente, envolvendo os controladores, os administradores (conselheiros e gestores) e a bolsa de valores.

¹¹⁶ idem

¹¹⁷ idem

¹¹⁸ IBGC, Governança no Brasil, disponível em < <http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=20> > acesso em 12 de janeiro de 2009.

Mesmo que uma companhia já atenda os requisitos para listagem diferenciada, ela não é classificada como tal sem a adesão contratual vinculante que a coloca sob a égide auto-regulatória da BOVESPA.

A seguir analisaremos as exigências para a participação no NOVO MERCADO e nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BOVESPA.

3.4.2 Exigências para participação no Níveis Diferenciados de Governança

O Nível 1 de Práticas Diferenciadas exige principalmente o aperfeiçoamento na prestação de informações e o compromisso com a dispersão acionária. Portanto, se a companhia pretende migrar do mercado tradicional para o segmento de listagem Nível 1, deve assegurar a seus acionistas maior transparência, facilitando-lhes o acesso a informações relativas aos negócios da companhia, e acrescentando às informações que já são obrigadas a prestar ao mercado.

Dessa forma as exigências para participar no Nível 1 de Governança Corporativa da BOVESPA estão expressas no Manual NÍVEL 1 nos seguintes termos:¹¹⁹:

- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital;
- Realizações de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam à dispersão do capital;
- Melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- Cumprimento de regras de *disclosure*¹²⁰ em negociações envolvendo ativos de emissão da Companhia por parte de acionistas controladores ou administradores de empresa;
- Divulgação de acordo de acionistas e programas de stock options e,
- Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.

O Nível 2, mais exigente, engloba uma gama maior de normas de Governança Corporativa, além das obrigações inerentes ao Nível 1, a de conferir direitos adicionais aos acionistas minoritários, garantindo-lhes maior proteção.

Para tanto, o Nível 2 impõe, dentre outras exigências, o *tag along*, estendendo, nos casos de alienação do controle acionário, a oferta de compra a todos os demais acionistas,

¹¹⁹ Manual Nível 1 BOVESPA Brasil, disponível em < http://www.bovespa.com.br/pdf/Folder_Nivel1.pdf > acesso em 16 de dezembro de 2008.

¹²⁰ Tradução livre: Transparência

mediante o pagamento de 100% do valor pago ao controlador aos detentores das ações ordinárias e, no mínimo, 70% aos titulares das ações preferenciais.

As exigências para participar no Nível 2 de Governança Corporativa da BOVESPA, além de todas contidas no Nível 1, estão expressas no Manual NÍVEL 2 nos seguintes termos:¹²¹:

- Mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração;
- Disponibilização de balanço anual, seguindo as normas do US GAAP ou IAS;
- Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da Companhia e de, no mínimo, 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais;
- Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da Companhia e aprovação de contratos entre a Companhia e empresas do mesmo grupo;
- Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível e,
- Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos de societários.

A par dessas inovações de caráter estrutural, as regras do Nível 2 submetem à arbitragem os conflitos surgidos no âmbito das companhias listadas.

3.4.3 Exigências para participação no Novo Mercado

Antes mesmo do advento da Lei n. 10303/2001, a BOVESPA criou, por meio de Resolução n. 264/2000, o NOVO MERCADO, que é um segmento especial, destinado à negociação de ações emitidas por companhias que, por meio de contrato, aderem a regras muito mais rigorosas do que as previstas em lei, no intuito de conferir maior credibilidade e assegurar menor risco aos investimentos realizados na Bolsa.

A participação no NOVO MERCADO não está condicionada ao porte da companhia ou ao âmbito de sua atuação no mercado. Porém, exige a alteração de seus estatutos de forma a cumprir um conjunto de regras societárias, genericamente chamadas de

¹²¹ Manual Nível 2 BOVESPA Brasil, disponível em < http://www.bovespa.com.br/pdf/Folder_Nivel2.pdf > acesso em 17 de dezembro de 2008.

“Boas Práticas de Governança Corporativa”, práticas mais rígidas do que as contidas na Lei 6404/76, alterada pela Lei 10303/01.

As exigências desse segmento especial são:¹²²

- Não emissão de ações preferenciais;
- Realizações de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam à dispersão do capital;
- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% do capital;
- Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle das Companhias;
- Estabelecimento de um mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração;
- Disponibilização de balanço anual, seguindo as normas no US GAAP ou IAS CAAP;
- Introdução de melhorias nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais, a exigência de consolidação e de revisão especial;
- Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado e,
- Cumprimento de regras de *disclosure*, em negociações envolvendo ativos de emissão da Companhia por parte de acionistas controladores ou administradores de empresas.

A criação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e do NOVO MERCADO propicia diversos benefícios para o mercado de capitais e para as companhias, como alternativa de investimento e autofinanciamento.

Por um lado, os investidores de companhias autorizadas a operar nos segmentos de listagem de Nível 1, e principalmente de Nível 2 e do NOVO MERCADO, obtêm maior exatidão nos preços das ações pois permite uma maior fiscalização da atividade da companhia e um maior acompanhamento.

Por outro lado, as companhias participantes dos segmentos especiais da Bovespa gozam de melhor imagem institucional, agregando valor às suas ações, que, por isso, são mais valorizadas.

¹²² Regulamento do Novo Mercado, disponível em: www.bovespa.com.br/pdf/RegulamentoNMercado.pdf
Acesso em: 12 de dezembro de 2008.

Tudo isso contribui para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, como decorrência do aumento da liquidez e de emissões, influenciados pelo maior grau de segurança concedida aos investidores, principalmente pessoas físicas, que passam a ver o mercado de capitais como forma de investimento de suas poupanças.

3.5 O NOVO MERCADO ATUALMENTE

De acordo com a BOVESPA, em dezembro de 2007, havia 394 empresas listadas na Bovespa, das quais 9,1% listadas no Nível 1 de Governança Corporativa, 3,6% no Nível 2, 11,2% no Novo Mercado e 76,1% ainda encontram-se no Mercado tradicional. No mesmo período, o valor de mercado consolidado das empresas listadas na BOVESPA somou R\$ 1,5 trilhão, sendo que cerca 39,8% correspondem ao Nível 1, 4,0% ao Nível 2, 14,4% ao Novo Mercado e 41,8% ao Mercado tradicional.

Com o objetivo de tornar o mercado acionário brasileiro acessível a um número maior de empresas, em especial, àquelas que sejam particularmente atrativas aos investidores que buscam investimentos de médio e longo prazo e cuja preocupação com o retorno potencial sobrepõe-se à necessidade de liquidez imediata, a BOVESPA lançou o BOVESPA MAIS¹²³. No BOVESPA MAIS, os investidores encontrarão companhias com firme propósito e compromisso de se desenvolver no mercado, através da adoção de elevados padrões de Governança Corporativa¹²⁴.

3.6 PERSPECTIVAS PARA A GOVERNANÇA CORPORATIVA

A Governança Corporativa, hoje, ocupa posição central no cenário empresarial global, mais do que mecanismos de geração de valor, constitui-se hoje em um esforço de estimular valores como transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa.

Após o anúncio das perdas de R\$ 760 milhões pela SADIA e de R\$ 1,95 bilhão pela ARACRUZ ao assumirem contratos de risco no mercado cambial¹²⁵, e até o momento não houve nenhuma explicação plausível sobre o porquê das empresas assumirem tais riscos.

¹²³ Material disponível em < <http://www.bovespa.com.br/Empresas/NovoMercadoNiveis/BovespaMais.asp>> acesso em 12 de janeiro de 2009.

¹²⁴ Até o mês de janeiro de 2009 a única empresa a aderir ao BOVESPA MAIS era a NUTRIPLANT INDÚSTRIA E COMERCIO S.A.

¹²⁵ Jornal valor econômico, 21 de outubro de 2008, página d1

No caso da SADIA e da ARACRUZ ficam evidentes que não bastará mais às Companhias dizerem que possuem Governança, terão que provar que os mecanismos operacionais utilizados garantam o seu correto funcionamento.

PERIN JÚNIOR, afirma que as Companhias devem prestar contas não apenas aos seus acionistas mas a toda comunidade econômica na qual estão inseridas, entretanto, afirma que tal controle externo tende a diminuir devido à crescente participação de investidores institucionais, tais como: entidades de previdência privada, seguradoras e fundos de investimentos no capital votante das Companhias.¹²⁶

WALD, por sua vez, destaca que embora haja muita pressão para que as empresas garantam uma boa rentabilidade a curto prazo, existe também um movimento que concede preferência aos investimentos nos chamados fundos éticos, valorizando assim, a empresa cidadã.¹²⁷

Fundos éticos, segundo WALD, caracterizam-se por investir em empresas cujos administradores têm um comportamento moral e uma conduta com sensibilidade para problemas sociais, ambientais e locais, sacrificando até o lucro imediato, para realizá-lo no futuro.¹²⁸

Embora todo o mercado acionário e a Governança Corporativa passem por questionamentos sobre seus fundamentos, MAURO RODRIGUES DA CUNHA, presidente do Conselho do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), afirma que os princípios de Governança Corporativa têm resposta para os debates atuais, a questão é sua aplicação ou não.¹²⁹

Em busca de uma melhor aplicação dos princípios da Governança Corporativa, nos próximos meses, devem ser atualizados ou revistos o Novo Mercado, o Plano Diretor do Mercado de Capitais e o Código de Melhores Práticas do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa e além da auto-regulação deve ser analisado a revisão da Instrução 202 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), pilar principal que dita o mínimo de transparência que as companhias abertas precisam oferecer, com balanços e relatórios anuais.

Conforme, o Comitê de revisão da IBGC, o novo Código de Melhores Práticas, previsto para ser lançado no primeiro semestre do ano de 2009, deve tratar da responsabilidade dos administradores, gestão de risco e transparência dessas informações.

¹²⁶ PERIN JUNIOR, Ecio. A Lei n. 10303/2001 e a Proteção do Acionista Minoritário. São Paulo: Saraiva, 2004. 82 p.

¹²⁷ WALD, Arnold. **O Direito de Voto dos Acionistas e o Poder Deliberativo dos Membros do Conselho de Administração: um paralelo.** Revista de Direito Empresarial IBMEC. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2003. 27 p.

¹²⁸ Ibidem.

¹²⁹ Revista Razão Contábil, Novembro 2008. Ano 5, n. 55. 6 p.

Devemos considerar, no entanto, se seria de fato positivo a exaustiva codificação das boas práticas da Governança Corporativa em um texto legal, como o da Lei 10303/01.

Em um extremo, encontra-se R. CASTELLO BRANCO *apud* BETTARELLO, que, ao criticar o *Sarbanes-Oxley Act*¹³⁰, denuncia os potenciais malefícios de um excesso de regulamentação, e coloca que “ao contrário de intervenções legais, o livre funcionamento das forças de mercado pode produzir revoluções nas práticas de Governança Corporativa, com implicações econômicas extremamente positivas.”¹³¹

No entanto, para BETTARELO, “há um espectro intermediário que se coaduna com a própria natureza da regulação comercialista, que deve, necessariamente, guardar certo grau de flexibilidade”¹³².

No momento, ainda não se conhece a profundidade da crise que assola globalmente os mercados financeiros e de capitais. Ninguém é capaz de afirmar se ainda teremos um mês, dois meses, um ano ou mais de duração desse furacão, cujo epicentro situa-se na capital mundial do capitalismo, a cidade de New York.

No entanto, a crise deixou evidente que as práticas da governança corporativa aparente, aquela exibida por empresas como se fosse verdadeira, devem ser evitadas. Até que se prove o contrário, o que se têm constatado nessa crise é que o mote “adotamos boas práticas de governança corporativa” tem sido usado por algumas organizações como biombo para esconder e disfarçar decisões e ações no mínimo temerárias nos mercados financeiros e de capitais

Inicialmente, nos deparamos com a crise do subprime, espécie de fraude no sistema financeiro, por terem sido desconsideradas todas as práticas de transparência e segurança nos negócios.

Não é necessário, no âmbito deste trabalho, fazer menção aos desdobramentos e estragos que a desmesurada irresponsabilidade tem causado no mundo. No entanto, já dá para perguntar como é possível que uma situação dessa natureza e dessa magnitude possa ocorrer sem contestação dos controles internos, dos comitês de auditoria, dos auditores independentes, das empresas de avaliação de risco, dos conselhos de administração e, sobretudo, dos órgãos públicos de fiscalização do mercado.

¹³⁰ O Sarbanes-Oxley Act foi uma regulação estatal para condutas anteriormente consideradas como melhores práticas de Governança Corporativa facultativamente adotados. O diploma legal alçou inúmeras recomendações anteriormente difundidas pelas iniciativas pioneiras de Governança à condição de normas prescritivas de comportamento, cuja violação encontra-se sujeito a sanções estatais. BETTARELLO, op. cit. 57-58 p.

¹³¹ BETTARELLO, op. cit. 98 p.

¹³² Ibidem. 99 p.

A crise, portanto, configura-se como uma oportunidade ímpar de repensar-se a Governança Corporativa, tanto em um maior número de regulamentações jurídicas, quanto em um compromisso maior das empresas em demonstrar que, além de toda a regulamentação seguida, assumem o compromisso de inserir as boas práticas de Governança dentro da cultura de suas organizações.

CONCLUSÃO

A Governança Corporativa, hoje, ocupa posição central no cenário empresarial global. Mais do que um mecanismo de geração de valor ou de aferição de resultados, constitui verdadeiro esforço propagador dos princípios e valores como o de transparência e equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa.

É preciso ressaltar que esse estudo apresentou como objetivo a contribuição para o debate sobre a Governança Corporativa, com especial atenção para os cenários de diversas nações, destacando-se o modelo anglo-saxão sob uma ótica em que a propriedade é relativamente pulverizada e a liquidez das ações é garantida nas Bolsas de Valores; e o modelo nipo-germânico, em que os mercados de capitais são menos líquidos e desenvolvidos, e os investidores institucionais não possuem um papel tão ativo quanto no modelo anglo-saxão.

Foram analisadas as iniciativas auto-reguladoras como as presentes no Código de Boas Práticas do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa na busca da efetividade dos princípios.

As normas de conduta em que os próprios agentes do mercado estabelecem, vinculam-se por meio de instrumentos contratuais. Sua perda de autonomia é compensada pela percepção dos investidores de um maior comprometimento, refletindo-se em maior credibilidade que conduz à geração de valor.

Outro mecanismo para a propagação da transparência e o tratamento equânime é o trabalho realizado pelas agências reguladoras, atuando na regulação administrativa. Essa atuação permite célere e autônoma evolução normativa especializada, capaz de reagir de forma eficiente às demandas do ambiente regula.

Ademais, a atuação jurídica criou os mecanismo responsáveis para o aprimoramento dos instrumentos de Governança, além da difusão de seus princípios norteadores.

Paralelamente às iniciativas da produção legislativa tradicional, como por exemplo, a reforma da Lei das Sociedades Anônimas, parte do estudo visou demonstrar esforços como da Comissão de Valores Mobiliários e o da BOVESPA, na busca de incentivar a Governança Corporativa. Tais fontes são peças fundamentais para a integração das lacunas legais, viabilizando o desenvolvimento dos dispositivos de Governança Corporativa.

O papel fundamental da Governança Corporativa é gerar mecanismos eficientes para assegurar que as ações praticadas pela Diretoria executiva, estejam alinhadas com os interesses, não apenas dos acionistas, mas também, de todos os interessados na empresa.

As boas práticas de Governança geram resultados através da criação de valor, equilíbrio dos interesses e desenvolvimento do crescimento econômico, beneficiando não apenas os acionistas, mas também, todos os interessados na empresa.

A Governança é um organismo vivo que evolui, inicialmente focada nos majoritários, a Governança evoluiu para todos os acionistas e atualmente no Brasil abrange o modelo *stakeholder* que atinge os públicos-alvo internos e externos obtidos diretamente pelas ações e pelos resultados da empresa.

Por conseguinte, conclui-se que a evolução dos mecanismos de boas práticas de Governança Corporativa é fundamental não apenas para o crescimento quantitativo da riqueza dos mercados de capitais, das empresas e da economia. Essa evolução também é fundamental para o desenvolvimento qualitativo da sociedade, ao difundir valores éticos maiores, pautados pela justiça e pelo bem comum de pessoas em situações equivalentes. Dessa forma, a evolução da Governança Corporativa, sob o aspecto valorativo, caminha ao lado das funções precípua do Direito.

Pode-se concluir que, para estimular tal evolução, a existência de agentes alternativos de regulação de condutas é fundamental. O desenvolvimento da Governança, com sua ampla aplicação, é bastante acelerado quando se somam, ao esforço legislativo, iniciativas de regulação administrativa e de auto-regulação.

Confirma-se a hipótese inicial que além das inovações estritamente legislativas, esforços reguladores paralelos são salutares e importantes para a Governança Corporativa. Assim, a atuação da Bolsa de Valores de São Paulo com o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, além da atuação da Comissão de Valores Mobiliários podem ser vistos como importantes fomentadores do mercado de capitais brasileiro.

Finalmente, que o desenvolvimento do mercado de capitais com a difusão das boas práticas de Governança Corporativa e de seus mecanismos de regulação são importantes não apenas para sair, mas também para evitar novas crises financeiras.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, Amador Paes de. **Manual das Sociedades Comerciais**. 10. ed. São Paulo; Saraiva, 1998.

ALVIM NETO, José Manoel de Arruda. **Manual de direito processual civil: processo de conhecimento**. Vol. 2. 9. ed. São Paulo: RT, 2005.

AMENDOLARA, Leslie. **Os direitos dos acionistas minoritários**. 15 ed. São Paulo: STS, 1998

AZEVEDO, Simone. **Administrar para todos os acionistas é o grande desafio**. Publicação Bimestral do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. n. 1. São Paulo, 2000

BRASIL, Lei Federal nº 10.303, de 31.10.2001, alterou e acrescentou dispositivos na Lei Federal nº 6.404 e na Lei Federal nº 6.385.

BRASIL, Lei Federal nº 6.404, de 15.12.1976, dispõe sobre as sociedades por ações.

BRASIL, Lei Federal nº 6.385, de 7.12.1976, dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e criou a Comissão de Valores Mobiliários.

BETTARELO, Flávio Campestrin. **Governança Corporativa: Fundamentos Jurídicos e Regulação**. São Paulo: Quartier Latin, 2008.

CARVALHAL DA SILVA, André L. ; VALADARES, Sílvia M. Estrutura de Controle e Propriedade das Companhias Brasileiras de Capital Aberto. Revista de Administração Contemporânea, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.

COELHO, Fábio Ulhôa. **Curso de Direito Comercial**. Vol.1. 4.ed. São Paulo: Saraiva, 2000.

COELHO, Fabio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. 9 ed. SP: Saraiva. 2 v. 515p.

COSTA, Roberto Teixeira da. **Conselho de administração: recomendações práticas para seu melhor funcionamento**. 2. ed. Banco Sul América, mar. 1997.

DE CARVALHO, A. Gledson. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. Revista de Administração, v. 37, n. 3, p. 19-32, 2002.

LETHBRIDGE, Eric. Governança Corporativa. **Revista do BNDES**. n.08. Dez/1997. Disponível em <www.bndes.gov.br/conhecimento/publicacoes/catalogo/rev_10a6.asp>, acessado em 03/08/2002.

GARCIA E SOUZA, Thelma de Mesquita. **Governança Corporativa e o conflito de interesses nas sociedades anônimas**. São Paulo: Atlas, 2005.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 3a ed. 2004.

LAMEIRA, Valdir. Governança Corporativa. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2001

LETHBRIDGE, Eric. Governança Corporativa. **Revista do BNDES**. n.08. Dez/1997. Disponível em <www.bndes.gov.br/conhecimento/publicacoes/catalogo/rev_10a6.asp>, acessado em 10/06/2008.

MACEDO, Ricardo Ferreira de. **Controle não societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2004.

MAY, Yduan de Oliveira. **Governança Corporativa eficiente: proposta para aprimoramento das sociedades por ações brasileiras**, Tese apresentada à Universidade Federal de Santa Catarina, 2007.

OKIMURA, Rodrigo T. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. São Paulo: FEA/USP, 2003. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/download.php/teses/disponiveis/12/12139/tde-11122003162833/publico/dissertacao_vr3.pdf>. Acesso em: 13 ago. 2008.

OKSENBERG, Cláudio M. **Governança Corporativa - O poder de controle na sociedade anônima**. Monografia apresentada ao Departamento de Direito da PUC-RJ. Rio de Janeiro, 2000

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. **OECD**. Site institucional. Disponível em: <http://www.oecd.org/document/42/0,2340,fr_2649_34889_36887722_1_1_1_1,00.html>. Acesso em: 13 junho 2008.

Página da Bolsa de Valores de São Paulo, disponível na Internet em <www.bovespa.com.br>.

Página da Comissão de Valores Mobiliários, disponível na Internet em <www.cvm.org.br>.

Página do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, disponível na Internet em <www.ibgc.com.br>

Página do Jornal Valor Econômico, disponível na Internet em <www.valoronline.com.br>

PERIN JÚNIOR, Ecio. **A Lei n. 10303/2001 e a Proteção do Acionista Minoritário**. São Paulo: Saraiva, 2004.

RABELO, Flávio; SILVEIRA, José Maria da. **Estruturas de governança e governança corporativa: avançando na direção da integração entre as dimensões competitivas e financeiras**. Campinas: IE/UNICAMP, 1999. Disponível em: <<http://www.eco.unicamp.br/publicacoes/textos/t77.html>>. Acesso em: 27 ago. 2004.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. vol.2. 20.ed. São Paulo: Saraiva, 1995.

Revista Razão Contábil, Novembro 2008. Ano 5, n. 55. 6 p.

RIBEIRO, Milton Nassau. **Aspectos Jurídicos da Governança Corporativa**. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

SILVA, André Luiz Carvalhal da. **Governança Corporativa e sucesso empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma**. São Paulo: Saraiva, 2006.

SILVA, André Luiz Carvalho da. **Governança corporativa e decisões financeiras no Brasil**. Rio de Janeiro: Mauad, 2005.

SILVA, André Luiz Carvalho da. **A influência da estrutura de controle e propriedade no valor, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras**. Tese (Doutorado em Administração), Instituto Coppead de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2002.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa, Desempenho e Valor de Empresa**. Dissertação apresentada à Faculdade de Economia e Administração – FEA da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2002.

SIMÕES, Paulo César Gonçalves. **Governança Corporativa e o exercício do voto nas S.A.** Rio de Janeiro: Lumem Juris

VIEIRA, Edson Roberto e CORRÊA, Vanessa Petrelli. ***Mercado de Capitais e Governança Corporativa no Brasil: reflexões sobre os movimentos recentes***. Fórum Banco do Nordeste de Desenvolvimento, VII Encontro Regional de Economia, Fortaleza, Julho de 2002. Acessado em < <http://www.bnb.b.br/content/aplicacao/ETENE/Anais/docs/mercado-de-capitais.pdf> > no dia 12 de Dezembro de 2008.

WALD, Arnold. **O Direito de Voto dos Acionistas e o Poder Deliberativo dos Membros do Conselho de Administração: um paralelo**. Revista de Direito Empresarial IBMEC. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2003.